



Koers houden

Uitgave 2e kwartaal 2013

Beleggings-
strategie

Vooruitzichten tweede kwartaal 2013



Koers houden

Na jaren van onzekerheid beginnen de financiële markten eindelijk te normaliseren. Het risico van ineenstorting van het financiële systeem en de spanning waartoe dit leidde, nemen af en maken plaats voor meer vertrouwde begrippen als 'economische cyclus' en 'portefeuillerotatie'. Een breder economisch herstel komt in zicht, al zijn de contouren daarvan nog niet helemaal duidelijk.

Volgens ABN AMRO is het belangrijk dat beleggers in het tweede kwartaal niet alleen op deze traditionele risico's koersen maar zich ook zo positioneren dat ze kunnen profiteren van het zich aftekenend economisch herstel. Dit betekent dat ze meer in aandelen moeten beleggen – in zorgvuldig geselecteerde sectoren en regio's – en meer afstand moeten nemen van obligaties. Doordat centrale banken hun beleid aanpassen, kunnen obligaties te maken krijgen met onderstromen die de rendementen opdrijven.

Ondanks de recente stijging van de aandelenmarkten zien wij een enorm gat tussen de schijnbaar positieve consensusverwachting voor aandelen en het nog altijd vrij kleine aandelenbelang dat beleggers in hun portefeuille aanhouden. Ons vertrouwen is mede gebaseerd op het feit dat de markt steeds beter bestand is tegen slecht nieuws. Ook zien wij een positief verband tussen stijgende aandelenmarkten en de Amerikaanse dollar.

In deze Quarterly Outlook gaat het Research & Strategy team van ABN AMRO Private Banking nader in op de ontwikkelingen in de wereldeconomie en de financiële markten. U leest alles over onze verwachtingen voor de verschillende beleggingscategorieën. Wij hopen u hiermee te helpen koers te houden en succesvol te beleggen. Uw beleggingsadviseur staat klaar om samen met u de investeringen te selecteren die het beste aansluiten bij uw beleggingsdoelstellingen.

Inhoudsopgave

Inleiding – Koers houden	2
Economie – tegengestelde krachten aan het werk	3
Economische koerswijziging in China	4
Centrale banken nog niet klaar voor exit	5
Aandelen – marktvooruitzichten	6
Aandelen – opkomende markten Azië	7
Aandelen – update thema megatrends	8
Aandelenthema – de productiviteitskloof in de maakindustrie dichten	9
Obligaties – marktvooruitzichten	10
Obligaties – portefeuilleallocatie	11
Valuta's	12
Prognoses	13
Hedgefondsen	14
Grondstoffen	15
Vastgoed	16
Private equity	17
Assetallocatie	18
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.

Koers houden

Effectief koersen op rendement vereist in het tweede kwartaal een hernieuwde focus op aandelen. Zo kunnen beleggers profiteren van het economisch herstel dat zich begint af te tekenen.

Toen de mondiale industriële productie onlangs opnieuw versnelde en de Amerikaanse huizenmarkt tekenen van herstel toonde, schoten de koersen van risicovolle beleggingen wereldwijd omhoog. Na deze ervaring kan in het tweede kwartaal een correctie volgen als de stroom van positief economisch nieuws tijdelijk opdroogt en centrale bankiers minder eensgezind worden in hun aanpak van de economische problemen in de wereld.

Toch adviseren wij te blijven koersen op de traditionele cyclische risico's, die in de plaats zijn gekomen van de eerdere systeemrisico's. Voor een betrouwbare koers naar rendement in het tweede kwartaal moeten beleggers hun vertrek uit de veilige, maar dure vastrentende haven (ook al kunnen de rendementen hier nog wat oplopen) goed timen. Via een zorgvuldige aandelenselectie kunnen beleggers profiteren van de verwachte verbetering van de economische situatie later dit jaar.

Belangrijkste trends: onderstromen maskeren geleidelijke verbetering van conjunctuur

- **Wereldwijd economisch momentum neemt in kracht toe** en zal leiden tot een stabiel herstel, gesteund door de consument en investeringen door bedrijven en overheid. De wereldeconomie klimt, ondanks forse bezuinigingen, uit het dal van de Grote Recessie, met minder internationale onevenwichtigheden dan enkele jaren geleden nog het geval was.
- **Concurrentie tussen centrale banken** is gericht op het stimuleren van de binnenlandse economie via vergroting van de geldhoeveelheid (reflatie), niet op het voeren van een valutaoorlog. De verschillen in wisselkoersen komen voort uit verschillen in doelstellingen – werkgelegenheid in de VS, inflatie in Japan en Europa en kwantitatieve maatregelen in China.
- **Centrale banken kiezen voor geleidelijke normalisatie** in plaats van abrupte beëindiging van hun hyperstimulerende beleid. Dit proces zal waarschijnlijk gepaard gaan met onregelmatige golfbewegingen; wij adviseren beleggers daarom de invloed van renteschommelingen op hun portefeuille zoveel mogelijk te beperken.

Belangrijkste uitdagingen: de signalen van de achtergrondgeluiden onderscheiden

- **Korte cyclus van wederopbouw van voorraden** moet leiden tot verbreding van de vraag. Beleidsmakers staan voor de uitdaging om de voorwaarden te creëren voor hernieuwde investeringsactiviteit, want bedrijven hebben hun uitbreidingsplannen uitgesteld en zitten daardoor goed bij kas.

- **Waardedaling van de yen** creëert een spanningsveld voor de Europese Centrale Bank (ECB) bij het voeren van een expliciet valutabeleid. Een nog altijd dure euro bemoeilijkt pogingen om de exportsector te steunen en de economie van de eurozone uit de recessie te trekken.
- **Beleggers moeten het rendement niet zoeken** in langlopende obligaties en excessieve kredietrisico's – strenge selectie van emissies is essentieel.

Belangrijkste kansen: behoedzame positionering met agressieve diversificatie

- **Aandelen bieden koerspotentieel** en een goed moment om in te stappen in periodes van economische zwakte. Er bestaat een enorm gat tussen de schijnbaar positieve consensusverwachting voor aandelen en de (relatief geringe) effectieve aandelenbelangen van pensioenfondsen en particuliere beleggers.
- **In opkomende Aziatische markten en Brazilië** zijn, na de recente achterblijvende prestaties, de waarderingen in vergelijking met ontwikkelde markten aantrekkelijker geworden.
- **Brede diversificatie via groeiaandelen** gerelateerd aan het thema 'De productiviteitskloof in de maakindustrie dichten' en gerelateerde IT-aandelen, ten koste van hoogdividend-aandelen die de afgelopen 18 maanden hun index zijn voorgebleven.
- **Hedgefondsen** kunnen het portefeuillerendement stabiliseren en bescherming bieden tegen een hogere lange rente.
- **Vastgoed** genereert inkomsten en profiteert van een zich verbredend herstel.
- **Valuta's uit opkomende markten** kunnen profiteren van het herstel van de wereldhandel. De Amerikaanse dollar zal stijgen nog voordat de Amerikaanse economie aantrekt.



Economie – tegengestelde krachten aan het werk

... maar een positieve uitkomst is waarschijnlijk

In welke richting de wereldeconomie zich in de rest van het jaar en daarna gaat bewegen, is afhankelijk van een aantal sterke maar tegengestelde krachten. Hoewel we de risico's onderkennen, denken we dat de wereldeconomie zich dit jaar over het algemeen positief zal ontwikkelen.

Laten wij beginnen bij de positieve krachten. De financiële sanering in de Amerikaanse private sector vordert goed en de positie van huishoudens en banken is wezenlijk verbeterd. Banken hebben het grootste deel van het proces van schuldafbouw achter de rug en kunnen inmiddels de kredietvoorwaarden iets versoepelen als de economische omstandigheden dat rechtvaardigen. De financiële positie van huishoudens is verbeterd via schuldafflossing en stijgende vermogenswaarden. Naar het zich laat aanzien kunnen huishoudens hun bestedingen weer verhogen in lijn met hun inkomensgroei. De Amerikaanse huizenmarkt trekt duidelijk aan en zal naar verwachting in de komende paar kwartalen een belangrijke bijdrage leveren aan het economisch herstel. Bedrijven in de VS lijken sinds kort bereid om weer meer te investeren.

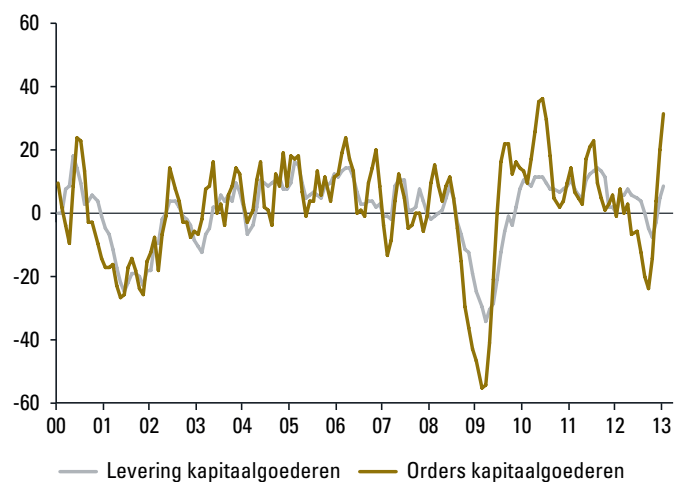
Een andere positieve factor is de reactie van de financiële markten in Europa op de mix van bestuurlijke hervormingen in de eurozone, vooruitgang met structurele hervormingen, begrotingsaanpassingen en de belofte van ECB-president Draghi in juli vorig jaar om 'alles te doen wat nodig is' om de euro te behouden. De hierdoor verminderde spanning op de financiële markten zou ruimte moeten scheppen voor een opwaartse spiraal waarin lagere kredietkosten de groei stimuleren en het aanpassingsproces minder pijnlijk maken. Bovendien zou een dalende inflatie in Europa dit jaar de reële koopkracht moeten ondersteunen. Tot slot is ook de gevreesde harde landing in China vorig jaar uitgebleven en lijkt een stabiele tot fractioneel hogere groei in de opkomende economieën als geheel dit jaar waarschijnlijk. Na vijf jaar van crisis en wereldwijde economische groei onder het trendmatige niveau, zou de inhaalvraag de wereldeconomie binnen afzienbare tijd flink kunnen aanjagen.

Er zijn echter ook enkele negatieve factoren. Ten eerste zullen de politieke patstelling en het aanzienlijk aangescherpte begrotingsbeleid in de VS de groei van de Amerikaanse economie temperen en het vertrouwen mogelijk ondermijnen. Ten tweede is de eurocrisis nog lang niet voorbij. Aanpassingsmoeheid en politieke onzekerheden kunnen op elk moment tot spanningen leiden. Als de grondstoffenprijzen zich minder gunstig ontwikkelen dan verwacht, zouden opkomende economieën daarvan de weerslag kunnen ondervinden.

Per saldo positief

Als wij de positieve en negatieve krachten tegen elkaar afwegen, lijkt de balans naar de positieve kant door te slaan, te meer omdat centrale banken zo nodig zullen bijspringen. Wij verwachten dat het herstel van de wereldeconomie geleidelijk een bredere basis zal krijgen en dat de sector kapitaalgoederen dit jaar eindelijk ook buiten de VS zal aantrekken (zie de grafiek). Dit moet de springplank vormen naar een overtuigendere groei in 2014.

Levering en orders kapitaalgoederen in de VS in %, j-o-j



Bron: ABN AMRO Group Economics

Economische koerswijziging in China

Na decennia van spectaculaire groei is nieuw evenwicht nodig

Met een gemiddelde groei van circa 5% staken de opkomende landen ook in 2012 de ontwikkelde economieën de loef af. In de meeste opkomende landen verloor de groei echter wel aan vaart, doordat de zwakke wereldeconomie de externe vraag drukte. Opkomende markten in Azië, bijvoorbeeld, behaalden in 2010 en 2011 nog een groei van het bruto binnenlands product (BBP) van bijna 9% maar in 2012 was dit ongeveer 6,5%. Op bepaalde momenten werd zelfs gevreesd voor een harde landing in China, maar ondanks de wereldwijde vertraging groeide de Chinese economie vorig jaar met een respectabele 7,8%.

Stabilisering van de economische groei

China – met het op één na grootste BBP ter wereld – verdrong de VS in december 2012 als grootste handelsland en is onveranderd de grootste buitenlandse houder van Amerikaans schuld papier. Chinese beleidsmakers zijn er niettemin terecht op gespist de binnenlandse consumptie op te drijven en de afhankelijkheid van investeringen en export te verminderen. Zo proberen ze een nieuw evenwicht in de economie aan te brengen, waarbij het accent meer op stabilisatie dan op stimulering van de groei komt te liggen. De Chinese particuliere consumptie behoort met slechts 35% van het BBP (zie grafiek) tot de laagste in Azië, mede als gevolg van het tot voor kort buitengewoon hoge investeringsniveau. De transformatie van economisch wonder naar 'nieuw normaal' zal niet zonder slag of stoot verlopen en bovendien een zaak van langere adem zijn.

In het twaalfde vijfjarenplan, dat in 2011 gepresenteerd werd, zijn de eerste stappen in de nieuwe richting aangegeven. Om de consumptie te stimuleren, zijn hervormingen nodig die huishoudens tot besteding van spaargeld aanzetten en hun inkomen verhogen. Voorbeelden van dergelijke hervormingen zijn verbreding van de beperkte toegankelijkheid van financiële diensten, verbetering van het sociale vangnet en verhoging van de kunstmatig lage rendementen op spaartegoeden van huishoudens. Tegelijkertijd zal de regering de stedelijke en maatschappelijke hervormingen moeten versnellen en verdere stappen nemen om de kapitaalstromen, vooruitlopend op internationalisering van de yuan, te liberaliseren.

Langer dan vijfjarenplan

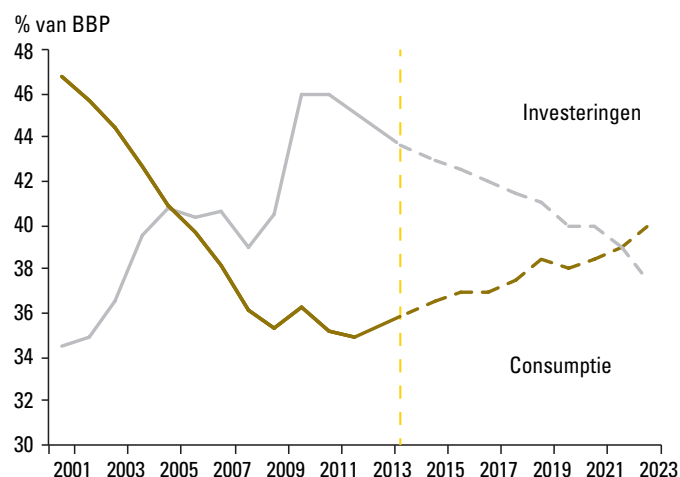
Vorig jaar waren er al enkele tekenen van een nieuw evenwicht ten gunste van de particuliere consumptie zichtbaar. Sterker nog, gedurende de vertraging in 2012 gingen de autoriteiten voorzichtig te werk bij het stimuleren

van de economie, in tegenstelling tot 2009-2010, toen ze met een golf aan investeringen het herstel ondersteunden. Deze keer beperkten de autoriteiten zich hoofdzakelijk tot het vervroegd uitvoeren van investeringsplannen. Zij voerden een minder accommoderend beleid en haalden de teugels in de vastgoedmarkt strakker aan. Ook op het gebied van liberalisatie van de rente is enige vooruitgang geboekt en volgen naar verwachting dit jaar verdere stappen.

De nieuwe stedelijke hervormingen, zoals registratiesystemen voor migranten, moeten bij de bevordering van de consumptie een centrale rol spelen, maar verkeren nog in de planningsfase. In februari is een plan voor inkomenshervreiding aangekondigd dat in vergaande hervormingen ter vermindering van de inkomensongelijkheid voorziet. De details van het plan zijn voorsnag tamelijk vaag.

Met hun nadruk op de binnenlandse vraag en een evenwichtiger BBP-groei van gemiddeld 8% in de komende twee jaar hebben de Chinese autoriteiten, naar onze mening, desalniettemin voor de juiste strategie gekozen. In meerdere Aziatische economieën, zoals Singapore, Zuid-Korea en Taiwan, is de overgang van groei op basis van investeringen naar groei op basis van consumptie succesvol verlopen. Gelet op deze ervaringen achten wij de structurele hervormingen en de geleidelijke doorvoering van de economische herijking de juiste aanpak bij dit langlopende project.

Herijking van het Chinees economisch model



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO

Centrale banken nog niet klaar voor exit

Succes staat of valt met een goede timing

Group Economics

Nick Kounis – Head Macro Research

Financiële markten aan exit blues onderhevig

Het monetair beleid in ontwikkelde economieën is zeer ruim. De reële rente is nagenoeg nul en centrale banken hebben hun balans agressief vergroot. Dit beleid biedt de financiële markten ondersteuning en vormt daardoor een belangrijke impuls voor de economische ontwikkeling. Zo hebben opkoopprogramma's tot een historisch lage lange rente bijgedragen en de prijsniveaus in risicovolle beleggingscategorieën opgedreven. Nu de economische lucht begint op te klaren, zijn de financiële markten door de vrees voor beëindiging van de monetaire stimulering aan vlagen van 'exit blues' ten prooi gevallen.

Hoezo democratische tekort?

De Federal Reserve (Fed) is geen democratie. Er ontstond desondanks onrust op de markten toen in februari de notulen van de bijeenkomst van de Federal Open Market Committee (FOMC) van januari werden gepubliceerd. Beleggers trokken uit het verloop van de discussie de conclusie dat de Fed het tempo van haar opkooptransacties binnenkort zou terugschroeven (meerdere leden van de FOMC lieten zich tijdens de vergadering in die trant uit). Maar de FOMC is niet echt democratisch en Fed-president Ben Bernanke heeft uiteindelijk het laatste woord. Hij blijft voorstander van monetaire stimulering, zoals hij in zijn toespraak tot het Congres onlangs bevestigde. En met reden, want het zou na alle maatregelen niet logisch zijn als de Fed het herstel in dit stadium in gevaar zou brengen.

Lage inflatie in de eurozone in het verschiet

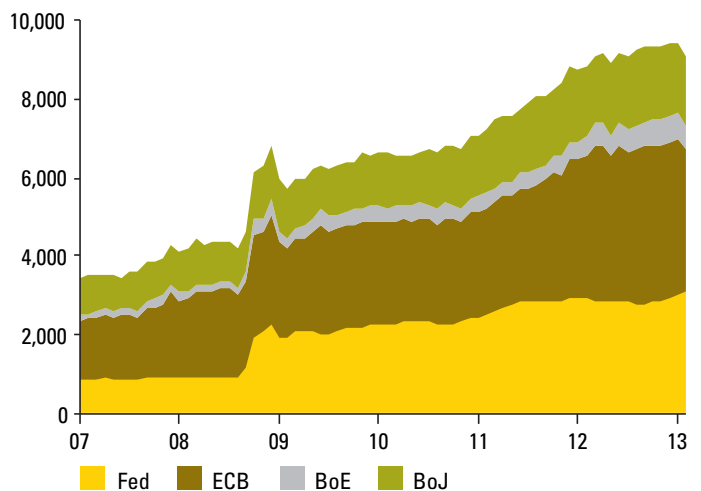
De markten hebben ook gespeculeerd op een omslag in het ruime monetaire beleid van de ECB. De verwachtingen voor de korte rente stegen en op een bepaald moment werd er zelfs gerekend op een renteverhoging. Al deze vermoedens bleken echter ongegrond. Omdat de inflatie waarschijnlijk tot ruim onder de doelstelling van de ECB voor prijsstabiliteit zal dalen en de ECB het herstel niet in de wielen zal willen rijden, lijkt voortzetting van de accommoderende koers waarschijnlijk. In het Verenigd Koninkrijk overweegt de Bank of England extra stimulering, gezien het risico dat de economie afglijdt in een hernieuwde recessie. De bestuurswisseling bij de Japanse centrale bank vormt de opmaat tot een veel agressievere monetaire verruiming om de deflatie een halt toe te roepen.

Goudgerande exit

Kortom, geen enkele grote centrale bank overweegt momenteel een exit. Ondanks alle geruchten over valutaoorlogen hechten centrale banken momenteel meer belang aan hun binnenlandse beleidsdoelstellingen dan aan een devaluatie van de eigen munt. Uiteraard zullen die doelstellingen op een gegeven moment wel de beëindiging van monetaire stimulering rechtvaardigen. Wij denken dat de Federal Reserve in dit opzicht de eerste stap zal zetten en begin volgend jaar het tempo van haar opkooptransacties zal gaan afbouwen. Tegen het najaar van 2014 zal de Amerikaanse werkloosheid waarschijnlijk onder de Fed-norm van 6,5% uitkomen, zodat de rente begin 2015 voor het eerst verhoogd kan worden.

Wij verwachten dat de ECB de rente dit jaar en ook volgend jaar ongemoeid laat. Begin 2015 vervallen echter de langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's) met een looptijd van drie jaar, die een groot deel van de balansverlenging van de ECB vertegenwoordigen. 2015 zou dan ook het jaar kunnen worden waarin centrale banken, die van Japan waarschijnlijk uitgezonderd, zich opmaken voor een exit. De gouden rand is dat de sterk verbeterde groeivoorzichten het belangrijkste argument zullen zijn voor de afbouw van de stimulering.

Cumulatieve balansverlenging van grote centrale banken in USD mrd



Bron: ABN AMRO Group Economics en Thomson Reuters Datastream

Aandelen – marktvooruitzichten

Juiste koers uitzetten

Het goede nieuws is dat de systeemrisico's sterk zijn afgenomen, vooral in Europa, mede dankzij beleidsmaatregelen van de ECB. De aandelenpositionering zal dit jaar dan ook meer in het teken staan van de traditionele cyclische risico's dan van de extreme onzekerheid van de afgelopen jaren. De herontdekking van de wereld van aandelen en voortzetting van de overweging vormen het kompas waarop de belegger moet varen, ondanks neerwaartse risico's die het marktsentiment tijdelijk kunnen drukken.

Winsten en waarderingen ondersteunen beleggen in aandelen

In 2012 groeide het mondiale BBP onder het trendmatige niveau en stagneerde de winstgroei. Omdat de winstverwachtingen al drastisch waren verlaagd, kwam dit niet als een verrassing. Sterker nog, de Amerikaanse bedrijfswinsten over het vierde kwartaal waren gemiddeld zelfs circa 5% hoger dan voorzien. Volgens ons is een gematigde winstgroei in het eerste kwartaal al grotendeels ingeprijsd. Op grond van de verwachting dat de wereld-economie in de loop van 2013 zal aantrekken, zien wij de winsttrends vanaf de tweede helft van het jaar weer verbeteren.

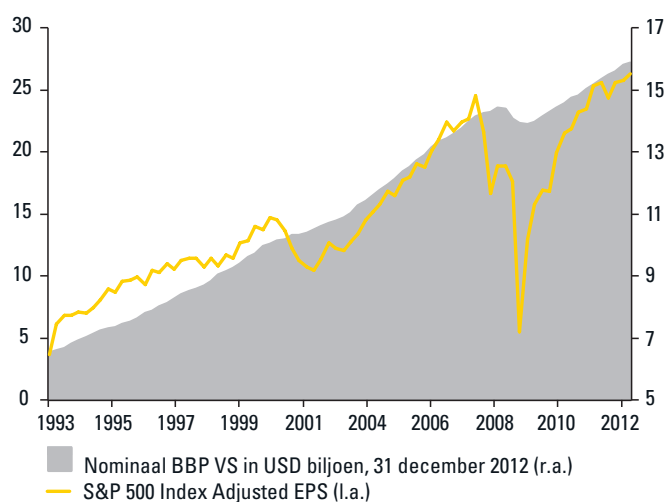
De aandelenmarkten zijn nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd en de liquiditeit is ruim, tegen de achtergrond van verslechterende rendementsperspectieven voor vastrentende waarden. De risicopremies op aandelen zijn, in vergelijking met liquiditeiten en veilige staatsobligaties, historisch gezien nog steeds hoog (meer dan 5%). De winstratio's liggen in absoluut opzicht in lijn met hun historisch gemiddelde.

Cyclische positionering handhaven

Het disagio van Europa versus de rest van de wereld is inmiddels voor een deel verdwenen. Daarom hebben wij de actieve overweging van Europa versus de onderweging in de

VS vrijwel beëindigd. Wij handhaven de overweging in opkomende markten (voor nadere toelichting zie volgende pagina). Op sectorniveau handhaven wij onze cyclische positionering via een overweging in de sector industrie. Dit sluit goed aan bij ons thema 'De productiviteitskloof in de maakindustrie dichten', waarmee wij voortborduren op het thema van het voorgaande kwartaal. Een defensief element is de overweging in gezondheidszorg. Deze sector blijft ook in een gunstig aandelenklimaat goed presteren. De onderweging van de uitgesproken defensieve sectoren telecommunicatie en nutsbedrijven blijft bestaan, maar de weging van consumptiegoederen hebben wij opgetrokken naar neutraal. De weging van de energiesector, tot slot, hebben wij op grond van structurele veranderingen in het olieaanbod onlangs verlaagd tot neutraal.

Winst per aandeel versus nominaal BBP VS



Bron: Bloomberg

Beleggings-categorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Aandelen: Overwogen	<p>Economisch herstel in VS, dat de wereldwijde groei ondersteunt en de resultaten in H2 2013 ten goede komt</p> <p>Hernieuwd winstherstel verwacht in Azië, vooral in China en andere opkomende markten</p> <p>Megatrends ondersteunen de kracht van bedrijfsbalansen</p> <p>Dit biedt ruimte voor investeringen om de winstgevendheid te stimuleren</p>	<p>Grote industriefondsen in VS, EU; middelgrote toeleveranciers</p> <p>Positie in opkomende markten, direct of indirect</p> <p>Beleg in uiterst efficiënte bedrijven met een concurrerende kostenbasis, conform het thema 'De productiviteitskloof in de maakindustrie dichten'</p> <p>Beleg selectief in informatietechnologie via bedrijven die het maakproces ondersteunen</p>

Aandelen – opkomende markten Azië

Research & Strategy
Daphne Roth – Head Equities Asia

Een cyclische kans

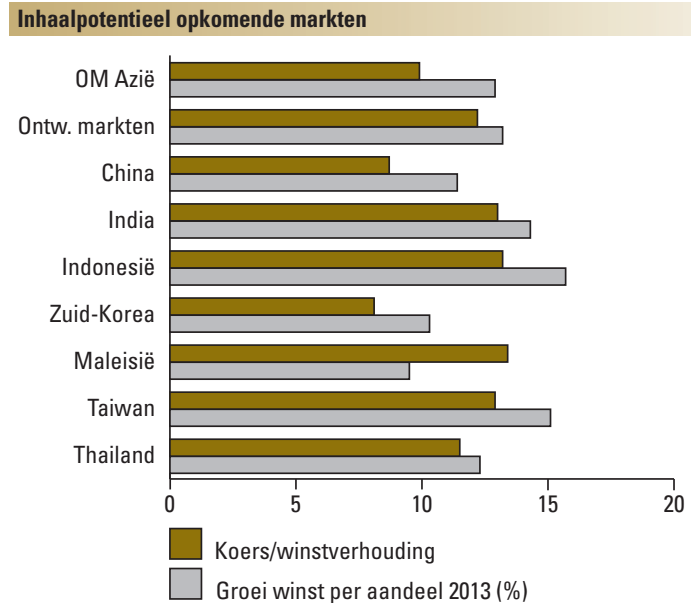
Aandelen uit opkomende markten (OM) zijn momenteel de sterren aan het beleggingsfirmament. Zij weerspiegelen het vermogen van enkele – vooral Aziatische – opkomende economieën om hun concurrentiepositie te handhaven en hun productiviteit te verhogen, economische en maatschappelijke hervormingen door te voeren en een beleidskoers te varen waarbij de excessen van de kredietcyclus worden vermeden.

Een conjuncturele verbetering op de middellange termijn in de VS en de economische transitie in China kunnen de omzet- en winstgroei van exporterende bedrijven uit Azië een cyclische impuls geven.

Door de lage rente en de overvloedige liquiditeit zijn financiering voor infrastructurele projecten en bedrijfskrediet gemakkelijk te verkrijgen. Een deel van deze liquiditeit is terechtgekomen in de markt voor residentieel vastgoed in China. De autoriteiten hebben daarop gereageerd door de begroting- en kredietmechanismen aan te scherpen.

De risicopremies op aandelen zijn onder invloed van afnemende na-ijlende systeemrisico's en een verbeterend groeiklimaat, teruggelopen. Ook de sterk gedaalde rente – via lagere rentelasten en een redelijke buffer tegen hogere operationele kosten – heeft bijgedragen aan een daling van de risicopremies op aandelen.

De winstgevendheid van ondernemingen in opkomende markten is in de afgelopen achttien maanden fors verslechterd (terwijl de winstgevendheid in de VS juist een recordniveau heeft bereikt), maar zou weer moeten opveren zodra het wereldwijd herstel gestalte krijgt. Het aantal neerwaartse winstbijstellingen neemt inmiddels wat af en de winstgroei zelf zou dit jaar aan vaart moeten winnen. In de twee grootste sectoren van Azië – financiële diensten en



Bron: Bloomberg

informatietechnologie – is het evenwichtspunt tussen opwaartse en neerwaartse winstbijstellingen al bijna bereikt.

Een zwakkere Japanse yen (JPY) kan leiden tot devaluaties van valuta's uit opkomende markten. Dit zou leiden tot een versterking van de concurrentiepositie van die landen. Wij verwachten in opkomende economieën echter alleen ingrijpende beleidsmaatregelen wanneer hun export door de waardevermindering van de yen ernstige schade oploopt.

Aandelen uit opkomende markten in Azië hebben een lagere waardering ten opzichte van die uit ontwikkelde landen (zie grafiek). De regionale politiek blijft in 2013 en 2014 echter een bron van zorg. In 2013 en daarna zullen verkiezingen namelijk een stempel drukken op de economische ontwikkeling.

Regio	Fundamentele visie	Aanbeveling
Opkomende markten Azië	<p>Wereldwijde groei normaliseert en risicopremies dalen – winsten en kasstromen zouden dus moeten verbeteren</p> <p>Zelf opgelegde te snelle verkrapping in China, potentieel toenemende onzekerheid op korte termijn</p> <p>Groei van de winst per aandeel in Azië in 2013 wordt geraamd op 12,9%</p> <p>China en Zuid-Korea vertonen forse korting (respectievelijk 8,7x en 8,1x de winst over 2013)</p>	<p>Overweeg opkomende markten Azië</p> <p>Speel in op waarde en risico via China</p> <p>Speel in op kwaliteit en defensieve eigenschappen via Thailand en Indonesië</p> <p>Taiwan is neutraal voor wat betreft wereldwijd economisch herstel en politieke onzekerheid</p> <p>Maleisië en India zijn afgewaardeerd van neutraal naar onderwogen</p>

Aandelen – update thema megatrends

Ons nieuwe thema (zie volgende pagina) borduurt voort op 'Meesters in het maken', het thema van het voorgaande kwartaal, en sluit goed aan bij de huidige themaportefeuille. Doordat de wereldwijde industrialisatie zich voortzet en de snelgroeiende economieën (vooral China) opklimmen in de

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

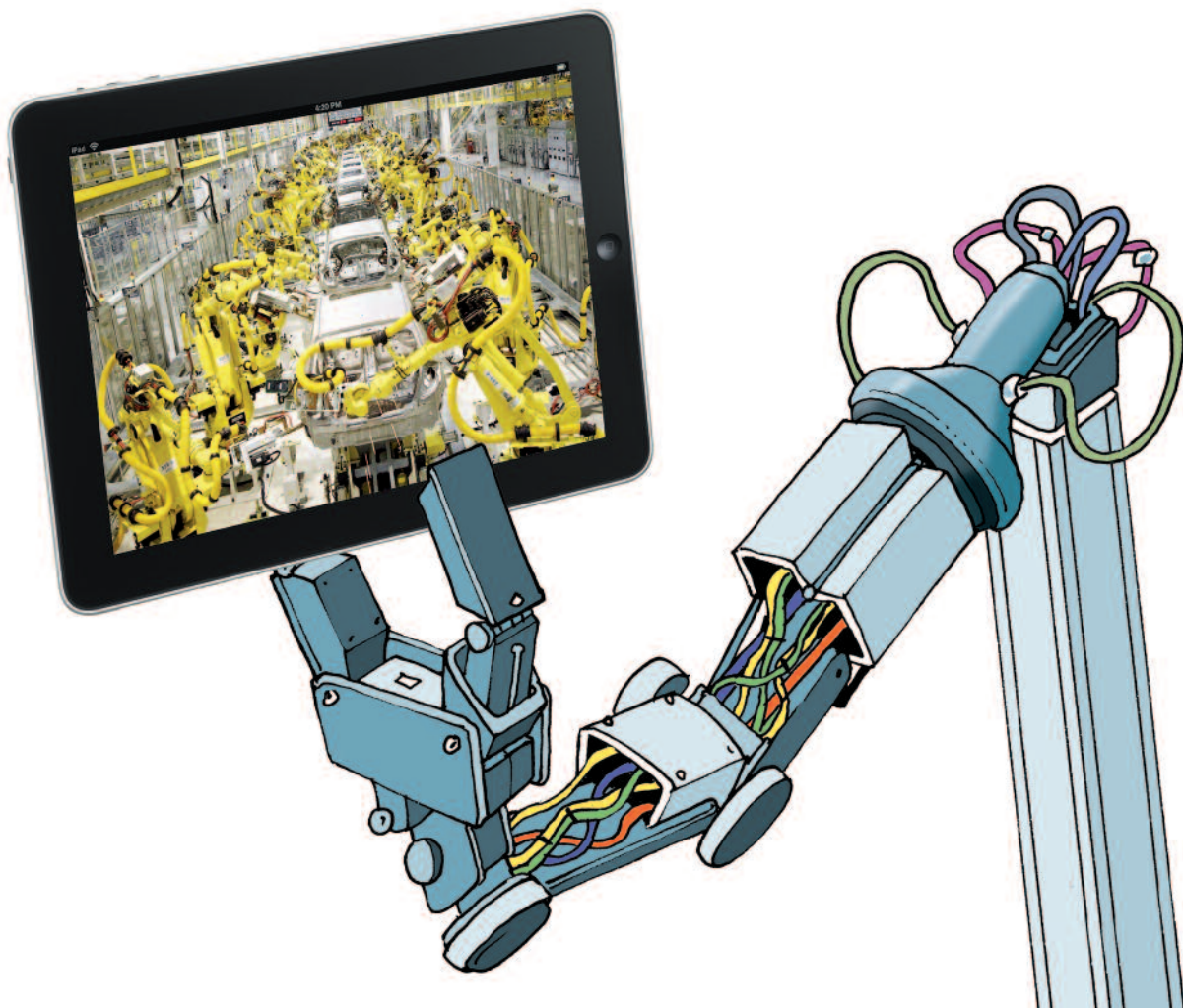
Thema	Introductie	Argumenten	Belangrijke vertegenwoordigers	Huidige opinie thema's
New age of services	K3 2008	Naarmate de wereldhandel groeit, neemt de behoefte aan transport, opslag en inspectie van goederen toe.	Vopak, SGS, Intertek, Burlington Northern (taken over by Berkshire Hathaway)	Aanbevolen/ Kopen
Big is beautiful	K4 2009	Beleggers richten zich 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, Walmart	Aanbevolen/ Kopen
Beter leven	K2 2010	De toenemende en veranderende behoeften van consumenten in OM naarmate deze opklimmen in de behoeftepiramide van Maslow.	Samsung Electr., Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential, Intertek	Kopen
Europese juweeltjes	K3 2010	Grote Europese expertise en sterke merknamen zijn gewild bij de groeiende wereldwijde middenklasse, mede dankzij de sterker wordende dollar.	BASF, DSM, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Intertek, Sanofi, Siemens	Aanbevolen/ Kopen
Kwaliteit telt	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, Keppel Corp.	Aanbevolen/ 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	Aanbevolen/ Kopen
Pricing power	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	Aanbevolen/ Kopen
Kwaliteitsdividend	K4 2011	In een klimaat met lage rente richten beleggers zich op aandelen die dividend uitkeren als stabiele bron van rendement.	BASF, DSM, Philip Morris, Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestlé, Bristol Myers, SingTel, Vodafone	Aanbevolen/ Kopen
Gas geven	K2 2012	Schaliegasrevolutie in de VS zal ingrijpende gevolgen hebben voor diverse bedrijven en sectoren.	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Kopen
Biologische oplossingen	K3 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	Kopen
Meesters in het maken	K1 2013	Investeren in automatisering van productieproces is noodzakelijk: productiviteitskloof moet gedicht worden om op de wereldmarkt te kunnen blijven concurreren.	ABB, Siemens, BASF, GE, BMW, Bureau Veritas, EMC, Hyundai, Intertek, Michelin, Qualcomm, Samsung, Schneider	Kopen

Aandelen Thema – de productiviteitskloof in de maakindustrie dichten

In onze vorige uitgave presenteerden wij, in het kader van het thema 'Meesters in het maken', onze visie op de versnellende trend tot automatisering. De keuze van dit thema lijkt goed getimed: de huidige cyclische opleving in de VS, Duitsland en China valt samen met de noodzaak voor producenten in snelgroeiende markten om steeds duurdere arbeidskrachten via forse investeringen in robots en machines te vervangen. Dit proces is bovendien urgent: de productiviteitskloof ten opzichte van volwassen economieën is groot en kan de concurrentiekracht van snelgroeiende markten aantasten.

Beleggingen in hardware zoals robots, elektronica en machines, zoals vermeld in 'Meesters in het Maken', worden aangevuld met het Duitse machinebouwbedrijf Gildemeister

en de internationale electronicagigant General Electric. Uiteraard mogen ook software en systemen niet ontbreken. Er is grote vraag naar systeemontwikkelaars voor computer-aided design (CAD) en computer-aided manufacturing (CAM), alsook naar gestandaardiseerde software voor optimalisatie van bedrijfsprocessen (Oracle). Informatie en communicatie gaan steeds meer via mobiele apparaten, zoals tablets en smartphones van Apple, en over netwerken die door Cisco ontwikkeld zijn. De nieuwe generatie chips in deze instrumenten wordt in samenwerking met de Nederlandse chipmachinefabrikant ASML ontwikkeld. Als belangrijke gebruiker van automatisering is ook Volkswagen aan onze lijst met favorieten toegevoegd.



Obligaties – marktvooruitzichten

Stijgende lange rente wijst op sombere
vooruitzichten voor obligaties

Aan het beleid van de Federal Reserve en de ECB om de markt te overspoelen met liquiditeit en de rente laag te houden moet op een bepaald moment een eind komen. Door de historisch lage rente op langlopende staatsobligaties hebben obligatieportefeuilles hoge rendementen behaald. Ook zijn veel obligatiebeleggers vanwege de negatieve reële rente in de verleiding gekomen om de looptijd van hun portefeuille te verlengen, in de hoop een hoger rendement te behalen. De lange rente loopt sinds een paar maanden echter op, met negatieve gevolgen voor de obligatiekoersen (zie grafiek).

De centrale banken zullen de korte rente in 2013 zeer waarschijnlijk laag houden, maar de rente op langlopende staatsobligaties wordt meer bepaald door de markt dan door het monetair beleid. De markten verwachten een beleidswijziging en dit zal tot uiting komen in een verkoopgolf met als gevolg een hogere rente. Gezien de recent verbeterde groeivooruitzichten voor de VS zal de markt voor Amerikaanse staatsleningen waarschijnlijk als eerste aan de beurt zijn - cijfers over de afgelopen zes maanden geven aan dat dit proces al is begonnen en portefeuilles met Amerikaanse investment-grade obligaties in dollars hebben in januari door een daling van de obligatiekoersen verlies geleden.

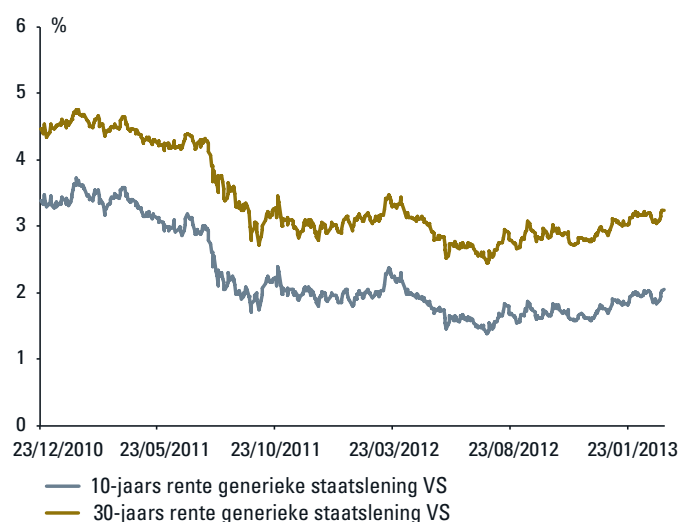
Korte looptijd als defensieve strategie

Om te voorkomen dat de winst van de afgelopen twee jaar geleidelijk verdampst als gevolg van de stijgende lange rente, adviseren wij beleggers winst te nemen op langere looptijden en de gemiddelde looptijd van de obligatieportefeuille te verkorten tot maximaal vijf jaar. Niemand kan met zekerheid

zeggen wanneer de lange rente gaat oplopen, maar dat dit gaat gebeuren, is zeer waarschijnlijk. Hoewel de credit spreads nog steeds royaal lijken ten opzichte van het historische gemiddelde, is het feitelijke rendement laag door de extreem lage rente.

Deze lage rente biedt weinig opwaarts potentieel voor obligaties met een langere looptijd – een verdere rentedaling is onwaarschijnlijk – terwijl het neerwaartse risico door koersverlies als gevolg van een stijgende lange rente aanzienlijk is. Wij adviseren beleggers met klem de looptijd snel te verkorten.

Rendement 10- en 30-jaars Treasuries



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie: Onderwogen	Fundamentele visie	Bepalende factoren	Aanbeveling
Staatsobligaties: Onderwogen	Historisch lage lange rente biedt beleggers mager rendement en weinig opwaarts potentieel	Reële rente op staatsobligaties kernlanden is negatief	Probeer extra rendement te halen uit staatsobligaties perifere eurolanden (Spanje en Italië)
Bedrijfsobligaties: Overwogen	Langlopende Treasuries VS zullen het eerst worden verkocht met het oog op verwachte beleidswijziging Geringe schuld en goede liquiditeit maken balansen van bedrijven sterker Fundamentele situatie versterkt door gematigd wereldwijd herstel	Beleggers zullen uit angst voor verliezen door hogere lange rente posities verkopen Insolventiepercentages bedrijven dalen naar cyclisch dieptepunt Verhoging ratings opkomende markten zal bijdragen aan outperformance obligaties uit deze markten	Verkorte looptijd obligatieportefeuille door verkoop langer lopende obligaties en langlopende obligaties met een investment-grade rating Koop wereldwijd high-yield obligaties en geselecteerde bedrijfsobligaties uit opkomende markten

Obligaties – portefeuilleallocatie

Het beste maken van een lage rente

Research & Strategy

Roel Barnhoorn – Head Bond Theme Research
Stephen Evans – Global Head Bonds

Het gevaar van lage obligatierendementen

Beleggen in obligaties bij een zeer lage rente levert gevaren op. Nu de rente op kwalitatief hoogwaardige staatsobligaties op een historisch dieptepunt ligt, is een onderwogen positie in obligaties verstandig. Veel beleggers hebben zich laten verleiden om te proberen een hoger rendement te behalen met obligaties met een langere looptijd. Deze strategie heeft in de afgelopen twee jaar misschien gewerkt, maar wij voorzien een omslag zodra de lange rente begint te stijgen. Onze algemene strategie is daarom om de gemiddelde looptijd kort te houden en extra rendement te zoeken door in het kortere stuk van de yieldcurve weloverwogen kredietrisico te nemen. Wij denken dat een goed gekozen combinatie van investment-grade leningen van goede kwaliteit, BBB-bedrijfsobligaties en enkele selectieve belangen in high-yield leningen uit ontwikkelde en opkomende markten de verstandigste keuze is.

Zoek kansen in staatsobligaties uit de periferie van de eurozone

Vorig jaar is er duidelijkheid gekomen over de rol van de ECB bij het stabiliseren van de staatsschuldcrisis. De rente op staatsobligaties uit perifere eurolanden, zoals Spanje en Italië, is hierdoor gedaald. Wij denken nog steeds dat eurolanden met een BBB rating betere rendementskansen bieden en adviseren beleggers een positie in deze landen op te bouwen. Ook denken wij nog steeds dat de groei in het grootste deel van de eurozone traag zal blijven en dat het economisch herstel jaren gaat duren. Toch is, volgens ons, het dieptepunt gepasseerd en is het gevaar van een ineenstorten van de eurozone grotendeels verdwenen.

Voor investment-grade bedrijfsobligaties adviseren wij de looptijd te verkorten en winst te nemen op langer lopende leningen. Bedrijfsobligaties uit perifere eurolanden als Spanje en Italië bieden betere rendementskansen. Wij blijven positief over de obligaties die worden uitgegeven door telecom- en nutsbedrijven.

Overweging in bedrijfsobligaties handhaven

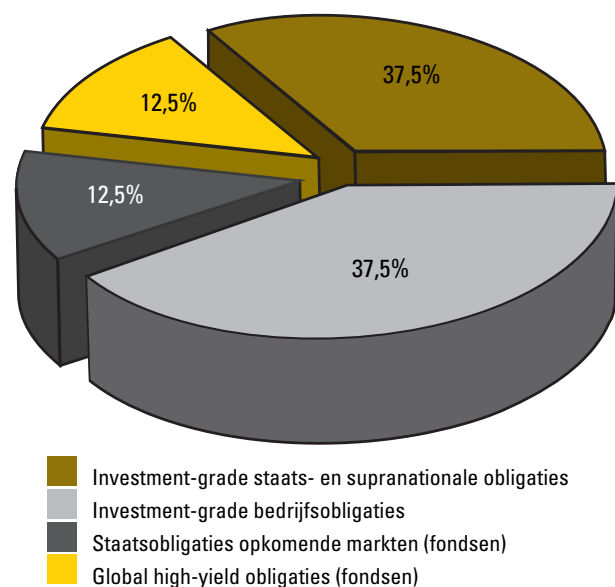
Om het portefeuilerendement te verbeteren zijn veel wereldwijde obligatiebeleggers in bedrijfsobligaties met langere looptijden gaan beleggen. High-yield leningen uit zowel ontwikkelde als opkomende markten bieden inderdaad een veel hoger rendement dan investment-grade obligaties, maar de rendementen hierop zijn sterk gedaald: het rendement op obligaties met een kortere looptijd staat onder

druk en nieuwe leningen hebben vaak een steeds langere looptijd. Hoewel high-yield obligaties historisch gezien altijd minder gevoelig zijn geweest voor veranderingen in de rente dan investment-grade obligaties, adviseren wij toch terughoudendheid bij het verlengen van de looptijd in het high-yieldsegment.

Wij zijn vooral positief over Aziatische bedrijfsobligaties. Deze bieden een aantrekkelijke balans tussen risico en rendement. Ook zijn wij positief, zij het meer selectief, over bedrijfsobligaties uit bepaalde Latijns-Amerikaanse landen. In beide regio's blijft de economische groei krachtig en verbetert de fundamentele situatie. In tegenstelling tot de afwaarderingen van ontwikkelde landen worden de ratings van staatsobligaties uit opkomende landen, en in het verlengde daarvan ook bedrijfsobligaties, nog steeds verhoogd. Bedrijfsobligaties uit opkomende markten bieden de beste rendementsperspectieven in het kortere segment.

Aanbevolen looptijd van obligatieportefeuille: korter dan de benchmark

Positie in investment-grade staats- en supranationale obligaties uitbreiden en investment-grade bedrijfsobligaties verminderen



Bron: ABN AMRO Private Banking

Valuta's

Economische kracht
bepaalt koers

Group Economics

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

Positief over Amerikaanse dollar

Aan het begin van het jaar vertoonde de euro een sterke en breed gedragen stijging, in eerste instantie door de afnemende angst voor een systeemcrisis in de eurozone en meer recent door de (volgens ons niet realistische) verwachting van een hogere korte rente. Uitlatingen van de ECB, zwakkere groeicijfers voor de eurozone en politieke onzekerheid in Italië vormden een reality check voor de EUR/USD, die vervolgens snel daalde naar ons koersdoel van 1,30 voor eind maart.

In de komende drie maanden zullen politieke, maatschappelijke en economische problemen in de eurozone enerzijds en het remmende effect van bezuinigingen op de economische groei in de VS anderzijds het belangrijkste valutapaar (EUR/USD) waarschijnlijk binnen een relatief smalle bandbreedte rond 1,30 houden. Maar onder de oppervlakte lijkt het sentiment ten aanzien van de Amerikaanse dollar te veranderen.

In de afgelopen jaren was een verbetering van het beleggerssentiment negatief voor de dollar, maar dit lijkt niet langer het geval te zijn (zie onze maandelijkse valutarapporten). Nu de officiële rente in beide economieën bijna nul is, lijkt de voorkeur uit te gaan naar de munt met de sterkste economische groei (zie grafiek) en waardering. De dollar is op basis van deze uitgangspunten duidelijk favoriet en de stemming op de markt kan langzaam maar zeker kantelen in het voordeel van de dollar. Wij verwachten dat de dollar in de tweede helft van dit jaar terrein gaat winnen ten opzichte van de euro en dat deze stijging volgend jaar zal versnellen, gesteund door betere Amerikaanse macrocijfers en de toenemende verwachting dat de Federal Reserve vanaf begin 2015 de rente gaat verhogen.

Positief over valuta's uit opkomende markten

Onze positieve visie op valuta's uit opkomende markten (inclusief Azië ex Japan) voor 2013 is gebaseerd op sterkere wereldwijde groeivoorzichten, het verbeterde risicosentiment, een inhaalslag door opkomende markten en een sterke onderwaardering in vergelijking met de fundamentele situatie op lange termijn. Deze factoren zullen waarschijnlijk de komende jaren stand houden. In 2014 kan het beeld echter veranderen als agressiever wordt geanticipeerd op beëindiging door de Fed van haar uiterst accommoderende beleid. Dit zou de stijging van valuta's van opkomende markten tegenover de dollar beperken of zelfs doen omslaan in een daling. Naar verwachting zal de wereldeconomie in 2014 groeien met 3,9%.

Positieve relatie tussen dollarindex en Dow Jones



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Bank

Beleggingscategorie	Fundamentele visie (Group Economics)	Aanbeveling (ABN AMRO Private Banking)
Valuta	<p>In de VS ontstaat positief economisch momentum</p> <p>Positief over opkomende en Aziatische valuta's naast de JPY in 2013</p>	<p>USD kopen</p> <p>Favorieten versus EUR: GBP, SEK, BRL, MXN, ZAR</p> <p>Favorieten versus USD: MXN, BRL, ZAR, INR, KRW, TWD</p> <p>zijn goede exponenten van gematigde kracht van opkomende/Aziatische valuta's</p>

Prognoses

Het beste wat er over de toekomst gezegd kan worden,
is dat ze gelukkig maar met één dag tegelijk komt
Abraham Lincoln

Research & Strategy
en Group Economics

Ons basisscenario is gebaseerd op de overtuiging dat de groei in de VS en opkomende Aziatische landen in de tweede helft van 2013 zal versnellen, mede dankzij een breder draagvlak van de vraag die de eurozone en Japan eindelijk uit de structurele windstilte zullen trekken. Of de groei boven of onder de marktprognose uitkomt, zal deels afhangen van het

vermogen van de grote economieën om het tijdens de Grote Recessie verloren terrein terug te winnen, maar meer nog van de vraag of de financiële liquiditeit en extra besparingen van particulieren en bedrijven de weg terug naar de reële economie vinden.

Macro (%)

6 maart 2013	Reële groei BBP 2013		Inflatie 2013	
	ABN AMRO	Markt visie	ABN AMRO	Markt visie
US	2,0	1,9	1,7	1,8
Eurozone	-0,2	-0,2	1,5	1,8
UK	0,8	0,9	2,2	2,7
Japan	2,3	1,2	0,3	-0,1
Andere landen*	2,0	2,0	1,8	1,4
EM Azië	6,6	6,8	4,6	4,3
Latijns-Amerika	3,8	3,5	6,4	6,4
EEMEA**	2,5	2,8	5,0	5,8
Wereld	3,3	3,2	3,7	3,3

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, IEU

Prognose aandelen

	Spot 6 mrt 2013	Actieve strategie	Voorwaarts Kk/w 2013
MSCI ACWI	358,4		12,2
S&P 500	1539,8		12,5
Euro Stoxx 50	2695,9		10,0
FTSE-100	6453,5		10,8
Nikkei 225	11932,2		18,0
DAX	7955,0		10,4
CAC 40	3795,4		10,3
AEX	347,9		10,5
Hang Seng Index	22777,8		10,1
Shanghai SE Comp.	2347,2		8,8
Straits Times Index	3291,8		13,6

= Onderwogen = Overwogen = Neutraal

Prognose rente en obligatierendement (%)

	mrt 2013	juni 2012	sep 2013	dec 2013	mrt 2014
VS					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3-maands	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30
2-jaars	0,25	0,25	0,30	0,40	0,50
10-jaars	1,93	1,90	2,10	2,50	2,70
Duitsland					
ECB Refi	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
3-maands	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
2-jaars	0,04	0,18	0,20	0,40	0,60
10-jaars	1,46	1,60	1,80	2,00	2,20

Valutaprognose

Valutapaar	6 mrt 2013	juni 2012	sep 2013	dec 2013	mrt 2014
EUR/USD	1,30	1,30	1,25	1,20	1,20
GBP/USD	1,51	1,49	1,45	1,41	1,43
EUR/GBP	0,86	0,87	0,86	0,85	0,84
USD/CHF	0,94	0,96	1,00	1,08	1,08
EUR/CHF	1,23	1,25	1,25	1,30	1,30
USD/JPY	93,4	90	92	95	97
EUR/JPY	121,7	117	115	114	116
USD/CAD	1,03	1,00	0,98	0,96	0,96
AUD/USD	1,21	1,03	1,02	1,00	0,98
NZD/USD	0,83	0,83	0,82	0,81	0,80
EUR/NOK	7,43	7,50	7,50	7,50	7,50
EUR/SEK	8,31	8,00	8,00	7,75	7,50

Hedgefondsen

Back to business

Research & Strategy

Olivier Couvreur – CIO Multimanager Hedge Funds

Erik Keller – Senior Hedge Fund Analyst

Hedgefondsen profiteren van normalisering van markten

In een zich normaliserende financiële markt, kunnen hedgefondsen weer geld verdienen voor hun beleggers, bij een gecontroleerde volatiliteit. Er liggen volop kansen voor de diverse hedgefondsstrategieën en wij denken dat hedgefondsen een goed rendement kunnen realiseren. Een afnemende correlatie tussen beleggingscategorieën onderling en trage economische groei kunnen ervoor zorgen dat de rendementen meer uiteen gaan lopen. Hedgefondsen – vooral long/short beheerders – kunnen hiervan profiteren door aandelen en obligaties van goede ondernemingen te kopen en shortposities in te nemen in aandelen en schuldbewijzen van ondernemingen waarvan het bedrijfsmodel niet goed werkt of die actief zijn in een problemasector.

Extra rendement zonder renterisico

Wij adviseren obligatiebeleggers om te kijken naar gediversifieerde funds of hedgefunds en long/short obligatie hedgefondsen om extra rendement te behalen en het renterisico te beperken. Deze fondsen zijn volgens ons een goede aanvulling op de beleggingsportefeuille bij richtingloze of dalende obligatiemarkten (zie de onderstaande correlatietabel). Mortgage-backed securities, leveraged loans, distressed debt, hybride bankkapitaal en credit pair trades zijn voor particuliere klanten wellicht te complex om direct in te participeren, maar multi-strategy funds of hedge funds en single manager long/short obligatiefondsen kunnen wel in deze instrumenten beleggen en profiteren van een solide rendementspotentieel bij een beperkt renterisico.

Hedgefondsen 'overwegen' in portefeuilles met groot obligatiebelang

Wij adviseren daarom een overwogen positie in hedgefondsen in portefeuilles met een groot obligatiebelang. Hedgefondsen kunnen zich aanpassen en strategieën toepassen waarmee,

ook als de markten zijwaarts bewegen, rendement kan worden behaald bij een lage volatiliteit. Wij adviseren beleggers die in meer gerichte strategieën kunnen beleggen, te kiezen voor long/short obligatie- en long/short creditfondsen en voor long/short aandelenfondsen voor gemengde of offensievere portefeuilles.

Hedgefondsstrategieën: geschikt voor diversificatie van obligatiepositie door geringe of negatieve correlatie

Positief over long/short equity en relative value

Neutraal over global macro/commodity trading advisors (CTA)

Negatief over event-driven

Long/short equity: De huidige marktomstandigheden zijn gunstig voor diverse long/short aandelenfondsen, waaronder equity market neutral en long/short aandelenfondsen met meer variabele voorkeuren.

Relative value: Long/short creditfondsen hebben hun belang in short credit posities vergroot. In het bijzonder gespecialiseerde credit strategieën die beleggen in gestructureerde credits en bankleningen bieden nog voldoende rendementspotentieel.

Macro/CTA: Marktomstandigheden voor deze strategieën blijven nog moeilijk zolang sterke trends in financiële en grondstoffenmarkten uitblijven. Gegeven onze voorzichtige neutrale aanbeveling, gaat onze voorkeur uit naar gespecialiseerde macrobeheerders op het gebied van valuta's en vastrentende waarden.

Event-driven: De arbitragespreads voor aangekondigde transacties zijn laag en de kritischere houding van antikartelautoriteiten en overheden ten aanzien van fusies en overnames bemoeilijken deze strategie. Wij handhaven onze onderwogen positie.

Geschatte correlatie van hedgefondsen met verschillende soorten obligaties in %

	Treasuries VS	Duitse staatsobligaties	Britse staatsobligaties	Spaanse staatsobligaties	Wereldwijde staatsobligaties	Bedrijfsobligaties VS	Bedrijfsobligaties EMU	Wereldwijde bedrijfsobligaties
Macro / CTA	9	8	19	1	9	6	6	12
Relative Value	-14	14	11	6	2	15	25	30
Event Driven	-29	23	12	18	0	5	35	31
Hedge Funds	-30	24	21	17	3	1	35	30

Bron: APT risicomodel en eigen berekeningen ABN AMRO

■ -35 < correlatie < 0

■ 0 < correlatie < 35

Grondstoffen

Neutrale visie maar risico's
op korte termijn

Group Economics

Hans van Cleef – Energy Economist
Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

Stabiele grondstoffenprijzen ondanks verbetering macrosituatie

De verbetering van de wereldeconomie is niet automatisch een voorbode van een terugkeer van de 'supercyclus' voor grondstoffen. Het herstel van de vraag zal waarschijnlijk gematigd zijn doordat de groei van zowel het mondiale BBP als de wereldhandel achterblijft bij het historische gemiddelde. Daarnaast speelt de geleidelijke herijking in China naar een meer door de consument gedreven groei een rol. Hierdoor zal de behoefte aan grondstoffen waarschijnlijk minder groot zijn (zie pagina 4). Tot slot is ook een toename van het aanbod minder gunstig voor de prijsontwikkeling. De grondstoffenprijzen zullen zich dus over het geheel genomen vrij vlak ontwikkelen, met een neerwaarts risico voor edele metalen, ijzerhoudende metalen en olie op de korte termijn. Op de middellange termijn zullen de metaal- en aardgasprijzen zich echter herstellen.

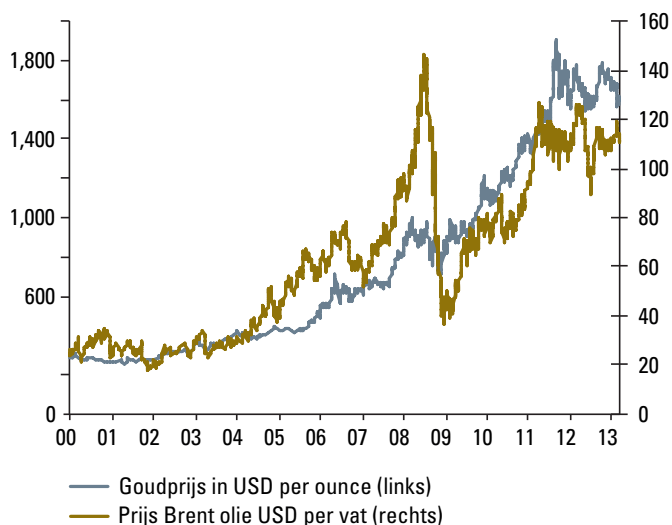
Olieprijs zal verder dalen

Volgens ons zal de olieprijs op de langere termijn een dalende trend volgen, ervan uitgaande dat een gematigd wereldwijd economisch herstel zal leiden tot een bescheiden toename van de vraag. Nieuwe technologieën, toenemende olieproductie in Irak, het toenemende aanbod van schalieolie in de VS en de afnemende geopolitieke spanningen zullen resulteren in meer aanbod en een verdere daling van de politieke risicopremie. Ook een sterkere Amerikaanse dollar in 2013 en 2014 zal zorgen voor extra druk op de olieprijs. Wij verwachten voor Brent een gemiddelde prijs van USD 105 in 2013 en USD 100 in 2014.

Goud: op weg naar USD 1.000

Het vertrouwen in goud neemt snel af en de prijs lijkt nog verder te zullen dalen. Beleggingen buiten veilige havens worden aantrekkelijker door het geleidelijk economisch herstel en de afnemende systeemrisico's. Een groot deel van de vraag naar goud is speculatief en gebaseerd op de verwachting dat de prijzen zouden blijven stijgen. Het vertrouwen hierin is ernstig geschaad en neemt nu snel af. Wij denken dat de goudprijs zal dalen naar USD 1.400 per eind 2013. Op de langere termijn is onze visie nog negatiever: de goudprijs zal dalen naar USD 1.200 per eind 2014 en USD 1.000 per eind 2015, doordat de beëindiging van onconventioneel monetair beleid in zicht komt.

Hoogtijdagen voor goud en olie voorbij?



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie (Group Economics)	Aanbeveling (ABN AMRO Private Banking)
Grondstoffen	Neutraal, maar met neerwaartse prijsrisico's op korte termijn	Belang in grondstoffenindex
Neutraal		Verkoop goud

Vastgoed

Groeiend momentum in de
VS maakt weg vrij voor
sectorrotatie

Research & Strategy

Manuel Hernandez Fernandez – Property Specialist

De vastgoedsector in de VS herstelt en het momentum groeit, mede dankzij het zich verbredend economisch herstel. Beleggers tonen belangstelling voor cyclischer vastgoedsectoren, zoals kantoren en industrieel vastgoed, dankzij een positieve ontwikkeling van de prijzen en voorraden, en verbetering van het sentiment in de gehele VS.

Maar dat betekent niet dat de waarderingen in de VS uitgesproken laag zijn: Voor vastgoedbeleggingsmaatschappijen in de VS (REIT's) wordt een premie van 7% ten opzichte van de intrinsieke waarde betaald.

Verschillen in sectorwaarderingen bieden kansen voor beursgenoteerd vastgoed

De gemiddelde waardering in de VS maskeert echter verschillen in waardering tussen de verschillende subsectoren van de vastgoedmarkt. Dit biedt beleggingskansen in het perspectief van de kracht van de bredere economie.

Enerzijds bieden REIT's in de meest defensieve subsectoren, zoals gezondheidszorg en opslagruimte, een veilige haven mocht de economie gaan haperen (of erger) door het veilige dividendrendement en de gerechtvaardigde premie ten opzichte van de intrinsieke waarde (zie grafiek).

Anderzijds liggen de waarderingen voor REIT's in cyclische sectoren, zoals kantoren, hotels en appartementen onder het sectorgemiddelde en zijn ze in sommige gevallen ook niet gerelateerd aan de kwaliteit.

Deze ongelijkheden tussen defensieve en cyclische subsectoren onderscheiden vastgoed van andere beleggingscategorieën en betekenen dat een vastgoedportefeuille zodanig kan worden ingericht dat men kan profiteren van zowel de onzekere economische vooruitzichten op korte termijn als het opwaarts

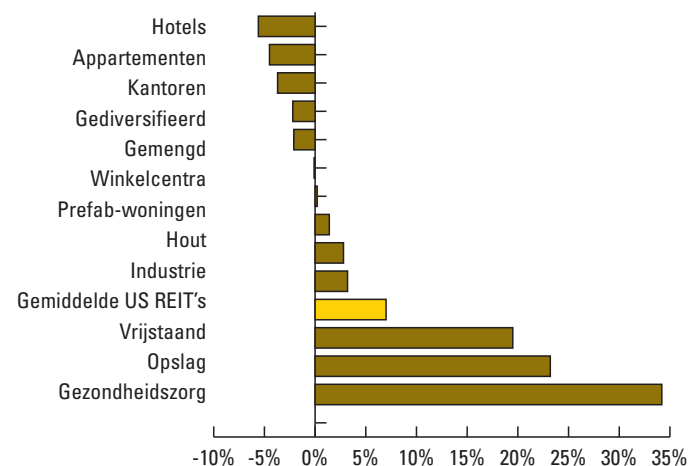
potentieel op middellange termijn. Bovendien zijn de laagste waarderingen vooral te vinden in sectoren die de afgelopen paar jaar zijn achtergebleven.

Fundamentele situatie voor vastgoed stabiliseert

Vastgoed in de VS ondervindt nog steeds steun van de stabilisatie van de fundamentele situatie bij bedrijven en een herwaardering van risico door beleggers. De dividend-uitkeringspercentages zijn laag, terwijl de kasstromen toenemen en het nieuwe aanbod beperkt is.

Naar verwachting zal het gemiddeld dividendrendement voor de sector wereldwijd rond de 3-4% blijven liggen. Wij handhaven onze prognose voor het totaalrendement (12 maanden) op 7-10%. Naar regio: 8-10% voor de VS, 7-9% voor Azië en 7-11% voor Europa.

Kansen door waarderingsverschillen: disagio (-ve negatief) of premie (+ve positief) ten opzichte van intrinsieke waarde US REIT's



Bron: SNL Financial, Raymond James Research

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Overweight	<p>US REIT's: Sectorrotatie gunstig voor cyclischer REIT's (d.w.z. kantoren, industrieel vastgoed).</p> <p>Azië: Voorkeur voor ontwikkelde Aziatische markten boven opkomende Aziatische markten. De risico's van verkrappingsmaatregelen nemen toe, maar wij verwachten goede verkopen door projectontwikkelaars en stabiele prijzen voor woningen.</p> <p>Europa: Economische tegenwind blijft en de herfinanciering binnen de bankensector is een uitdaging. Onze voorkeur gaat uit naar het topsegment.</p>	<p>Overwogen: Noord-Amerika</p> <p>Neutraal: Azië:</p> <p>Onderwogen: Europa</p>

Private equity

Nadruk op kleine tot middelgrote deals

Research & Strategy

Olivier Palasi – Head Private Equity

Doordat ongeveer 1.940 private-equityfondsen op zoek zijn naar in totaal USD 795 miljard aan belegbaar vermogen, zal de concurrentie tussen fondsbeheerders de rest van het jaar hevig blijven. Investerders brengen tegenwoordig vaak meer geld onder bij minder beheerders. Bovendien zal het voor beheerders van private-equityfondsen mogelijk lastiger worden om nieuwe investeerders te vinden: deze moeten namelijk aan meer regels voldoen – zoals de Volcker Rule, waardoor het kapitaal dat Amerikaanse banken mogen beleggen in private equity wordt beperkt, en de Basel III eis dat Europese banken vanaf 2019 meer kapitaal moeten aanhouden. In juni 2008 namen banken nog 11% en verzekeraars 13% van het totaal in private equity geïnvesteerd vermogen voor hun rekening. In juni 2012 was dit gedaald naar 6% en 8%. Naarmate deze oude investeerders wegvallen, dienen nieuwe categorieën zich aan, zoals in Azië de staatsbeleggingsfondsen (sovereign wealth funds).

Buyouts

In Europa zal na een jaar van dure overnames – voor een niet nader bekend gemaakte transactie werd een recordprijs van 9,6x de operationele winst (EBITDA) betaald – de markt buiten Duitsland, het VK en Scandinavië in 2013 waarschijnlijk weinig activiteit te zien geven. De VS en Canada blijven aantrekkelijk voor investeerders; de VS wordt gezien als een veilig bolwerk, ook in tijden van trage groei. Maar we voorzien een terugkeer van dure deals en mogelijk zullen beheerders zich blijven richten op niet-kernactiviteiten die door grote ondernemingen tegen de boekwaarde worden afgestoten. Kleine tot middelgrote buyouts doen het overal goed.

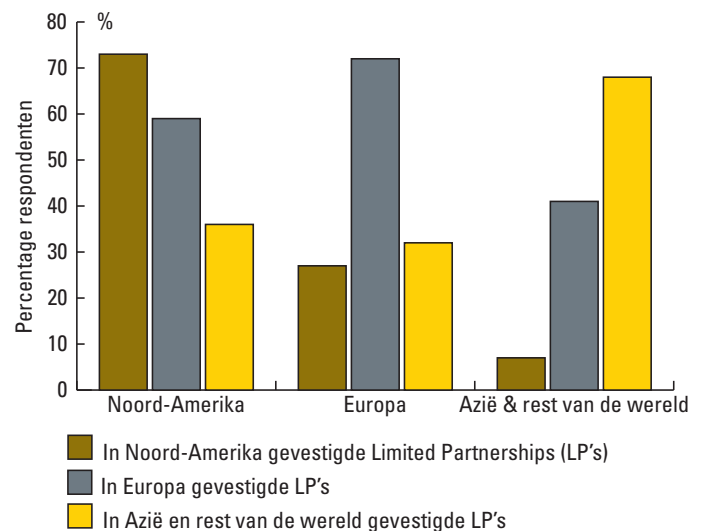
In Azië hebben we een voorkeur voor fondsen in de regio Azië/Pacific omdat China (en in mindere mate India) ruim USD 70 miljard aan liquiditeiten beschikbaar heeft. Het investeren van dit kapitaal kan dit jaar een uitdaging betekenen.

In Brazilië zijn nog steeds goede investeringsmogelijkheden aanwezig door de grote vraag naar infrastructuur en de welvarender wordende middenklasse. Zorgvuldige due diligence en een sterk lokaal netwerk zijn echter essentieel.

Schone technologie, het aantrekken van kapitaal voor (cleantech) investeringen in private equity en cleantech deals vertoonden in het laatste kwartaal van 2012 een achteruitgang en zullen mogelijk moeilijk weer op gang komen. In 2012 werd USD 2,8 miljard aan kapitaal aangetrokken, het laagste bedrag sinds 2007. De cleantech-sector lijkt last te hebben van fluctuaties in de aardgasprijs evenals van politieke onzekerheden en verminderde subsidies voor duurzame energie.

Zoals de grafiek illustreert, zien investeerders over het algemeen de beste kansen in hun eigen regio. Ondanks de volatiliteit van de Europese markten zijn investeerders van mening dat Europa aantrekkelijke mogelijkheden voor de lange termijn biedt.

Regio's waarop investeerders in private equity zich in de komende 12 maanden richten



Bron: Preqin

Assetallocatie

Stap vooruit

Assetallocatie: zorgvuldig selecteren en diversifiëren

Doordat het wereldwijde economische herstel zich naar verwachting over een breder front zal gaan manifesteren en het systeemrisico verder afneemt, is in de huidige assetallocatie rekening gehouden met het winstpotentieel dat een aantrekkelijke economie biedt. De totale positie in risicovolle beleggingen (aandelen) is daarom vergroot, terwijl de posities in obligaties en hedgefondsen zijn gereduceerd.

Toch blijft diversificatie essentieel om te koersen op de traditionele cyclische risico's die in de plaats zijn gekomen van de turbulentie waaraan het financiële stelsel de laatste jaren blootstond. De profielen met meer obligaties dan aandelen (profiel 1 en 2) zijn overwogen in hedgefondsen omdat deze diversificatie bieden voor obligatiebelangen. In de middenprofielen (profiel 3 en 4) is het belang in hedgefondsen neutraal, terwijl in de profielen met een relatief groot aandelenbelang (profiel 5 en 6) hedgefondsen worden verkocht om ten volle te profiteren van de kansen die aandelen bieden.

Voor aandelen hebben wij een voorkeur voor opkomende markten (overwogen) ten opzichte van Europa (neutraal), de VS (licht onderwogen) en Japan (onderwogen).

Risico: op korte termijn onrustig

De volatiliteit – weergegeven door de VIX – ligt ruim onder het langetermijngemiddelde. Wij houden echter rekening met kortstondige, grillige volatiliteit (vooral op korte termijn) doordat de markten omschakelen naar traditionele cyclische risico's. Zo is recent de volatiliteit op korte termijn (VINX) gestegen tot ruim boven de langetermijnvolatiliteitsindex (VIF) als gevolg van de marktreactie op de politieke onzekerheid in de Europese periferie en de angst voor de

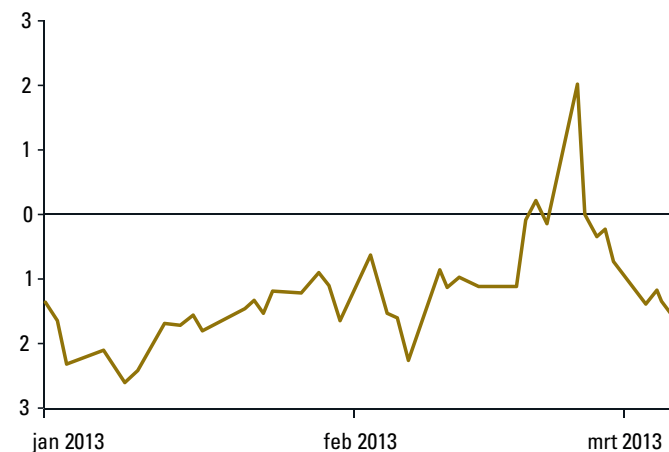
toekomstige versoepeling van het monetair beleid in de VS. Het verschil nam echter al snel weer normale proporties aan toen er meer duidelijkheid kwam (zie grafiek).

Omdat in de nieuwe assetallocatie aandelen sterker worden overwogen is het risico ook iets groter. Dit blijft echter binnen de vastgestelde risicolimieten van het Global Investment Committee van ABN AMRO.

Performance: een positief eerste kwartaal

In de eerste maanden van het jaar hebben de aandelenmarkten een positief rendement opgeleverd, vooral de MSCI World ex-Europe en MSCI USA indices. Ook alternatieve beleggingen, vooral vastgoed, presteerden sterk. Dankzij deze uitkomsten was de performance van al onze profielen sinds 1 januari 2013 positief en werd tevens de benchmark verslagen.

Volatiliteit op korte- en lange termijn (VINX-VIF)



Bron: Bloomberg

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

	EUR						USD					
	22 mei 2003 tot 20 februari 2013*			2013 YTD (28 februari 2013)			22 mei 2003 tot 20 februari 2013*			2013 YTD (28 februari 2013)		
	Strategisch	Tactisch	Differenz	Strategisch	Tactisch	Differenz	Strategisch	Tactisch	Differenz	Strategisch	Tactisch	Differenz
Profiel 1	53,97	62,44	8,47	0,20	0,26	0,05	54,10	62,09	7,99	0,12	0,20	0,08
Profiel 2	57,22	68,93	9,71	1,08	1,47	0,41	59,96	88,81	8,85	0,97	1,40	0,43
Profiel 3	72,67	93,18	20,51	1,78	2,39	0,61	80,43	96,12	15,70	1,71	2,34	0,63
Profiel 4	76,57	97,77	21,20	2,74	3,40	0,66	87,28	103,26	15,98	2,69	3,36	0,67
Profiel 5	85,95	111,93	25,98	3,71	4,15	0,44	98,73	119,44	20,71	3,66	4,13	0,46
Profiel 6	88,97	115,04	26,08	4,43	4,67	0,24	103,97	124,40	20,43	4,39	4,65	0,26

* 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

Research & Strategy

Hans Peters – Head Investment Risk

Emilia Bruera – Quantitative and Risk Analyst

De moeilijkheid zit hem niet in nieuwe ideeën,
maar in het loslaten van de bestaande

John Maynard Keynes

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	4	-1
Obligaties*	90	40	100	74	-16	70	30	85	58	-12
Aandelen	0	0	10	0		15	0	30	23	+8
Alternatieve Beleggingen	5	0	10	8	+3	10	0	20	15	+5
Funds of hedgefonds	5			8	+3	5			8	+3
Vastgoed	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	44	-11	35	10	55	23	-12
Aandelen	30	10	50	44	+14	50	20	70	65	+15
Alternatieve Beleggingen	10	0	20	12	+2	10	0	30	12	+2
Funds of hedgefonds	5			5	0	5			5	0
Vastgoed	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	84	+14	85	40	100	95	+10
Alternatieve Beleggingen	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Funds of hedgefonds	5			0	-5	5			0	-5
Vastgoed	3			3		3			3	
Grondstoffen	2			2		2			2	
Totaal**	100			100		100			100	

*Aanbevolen looptijd: **Licht onderwogen** 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

Didier Duret	didier.duret@ch.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 Neuflyze 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

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

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
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
Credit Analyst
Head of Emerging Bond markets
Emerging Market Bond Analyst

Equity Research & Strategy Team

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

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

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
Paul Groenewoud	paul.groenewoud@nl.abnamro.com
Emilia Bruera	emilia.bruera@nl.abnamro.com

Head Investment Risk
Quantitative and Risk Analyst
Quantitative and Risk Analyst

Production Team

Barbara Schiphorst	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
Jonathan Aspin	j@j.aspin.name
Christina Santore	christina.santore@yahoo.com
Christina Cain	cgkcain@gmail.com
André Heemstra	andre.heemstra@nl.abnamro.com
Johann Richter	johann.richter@nl.abnamro.com
Allard Gunnink	allard.gunnink@nl.abnamro.com

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

Met speciale dank aan:

Ben Steinebach

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**

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**

Kum-Hong Cheong

kum-hong.cheong@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