

# Op stoom

## Uitgave 4e kwartaal 2013

Beleggings-  
strategie

# Vooruitzichten vierde kwartaal 2013



## Op stoom

Beleggers zien zich momenteel geconfronteerd met verschillende uitdagingen. In de eerste plaats zijn hogere rentes op spaartegoeden op korte termijn niet aan de orde en is sparen voorlopig dus niet interessant. Gezien de plannen van de Amerikaanse Federal Reserve om de monetaire stimuleringsmaatregelen geleidelijk af te bouwen, zal de rente zeker niet verhoogd worden voor het einde van 2014. Een tweede uitdaging betreft het economisch momentum. Het economisch herstel begint op stoom te komen in de VS en zelfs, tot op zekere hoogte, in Europa. Hoe kunnen beleggers hier efficiënt op inspelen?

In deze publicatie, Vooruitzichten vierde kwartaal 2013, komen de topeconomen en beleggingsspecialisten van ABN AMRO aan het woord. Met dank aan hun expertise kunnen we u als belegger praktische, op de middellange termijn gerichte handvatten geven voor het inrichten van uw portefeuille. Zo raden wij u op dit moment aan om te beleggen in aandelen. Bij een aanhoudende beursrally kan een positie in aandelen uw portefeuillerendement ten goede komen.

Opnieuw benadrukken we, voorzichtig te zijn met obligaties. Wel kunnen zorgvuldig geselecteerde vastrentende waarden, zoals bedrijfsobligaties, nog steeds een interessante inkomstenbron zijn. In het verlengde hiervan willen we wijzen op de nieuwe rol die hedge funds vervullen in een beleggingsportefeuille. In een defensieve portefeuille kunnen hedge funds als 'verzekering' tegen stijgende obligatierendementen worden ingezet; in offensieve portefeuilles kan met hedge funds het marktrisico worden afgedekt.

Het Research & Strategy team van ABN AMRO Private Banking werkt deze visies verder uit op de hierna volgende pagina's. Ons doel: u voorzien van concrete inzichten en beleggingsideeën. Uw beleggingsadviseur staat klaar om u verder te helpen bij het samenstellen van een goed gespreide portefeuille die aansluit bij uw beleggingsdoelstellingen.

# Inhoud

Op stoom	2
Economie – vertrouwen neemt toe	3
Wedergeboorte van ontwikkelde economieën	4
Geen snelle exit voor de Fed	5
Aandelen – marktvooruitzichten	6
Aandelen – sectorvooruitzichten	7
Aandelen – update thema megatrends	8
Aandelenthema – inhaalslag van small- en mid-caps	9
Obligaties – marktvooruitzichten	10
Obligaties – portefeuilleallocatie	11
Valuta's	12
Prognoses	13
Hedge funds	14
Grondstoffen	15
Vastgoed	16
Duurzaamheid	16
Private equity	17
Performance en risico	18
Assetallocatie	19
Medewerkers	20

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



# Op stoom

Het herstel van de wereldeconomie wint aan kracht. Centrale banken liggen op schema met hun terugtocht richting een normaler monetair beleid. De volatiliteit waarmee deze overgangperiode gepaard gaat, biedt kansen om op groei gerichte aandelen te kopen.

Het economisch herstel verloopt voorspoedig: in 2014 zal de wereldeconomie naar verwachting met 3,8% groeien. Tegelijkertijd is de Amerikaanse Federal Reserve goed op weg met het uitzetten van de strategie voor het afbouwen van het stimulerende monetaire beleid. De overgang naar een normalere marktsituatie wordt inmiddels weerspiegeld in de obligatiekoersen. Wel is er nog altijd onduidelijkheid over het tempo en de timing van de monetaire beleidswijzigingen; dit leidt tot stijgende obligatierendementen (yields) en vlagen van marktvolatiliteit.

Centrale banken hebben een wereldwijde depressie weten te voorkomen door de economie te stimuleren met maatregelen van een tot dusver ongekende omvang. Wij denken dat diezelfde centrale banken ook in staat zijn om op een pragmatische manier de stimuleringsmaatregelen weer terug te schroeven. Dit biedt kansen voor aandelen (overwogen). De afbouw van het stimulerende beleid betekent evenwel, dat de markten in toenemende mate op eigen benen moeten staan. Voor aandelenbeleggers is het daarom zaak, selectief te werk te gaan. Voor wat betreft de obligatiemarkten: Amerikaanse staatsobligaties bieden voor het eerst sinds 2011 weer een positief reëel rendement (na inflatie). Toch is het volgens ons nog te vroeg om in te stappen. Wij blijven een defensieve strategie hanteren, waarbij we ons onder meer via bedrijfsobligaties proberen te wapenen tegen de oplopende obligatierendementen.

## Belangrijkste trends

- **De wereldeconomie wint aan momentum.** De Amerikaanse economie trekt aan; de economie van de eurozone – inclusief de periferie – is aan het uitbodemden en de Japanse overheid is erop gebrand om de binnenlandse economie uit het slop te trekken.
- **Wedergeboorte van ontwikkelde economieën.** Het samenvallen van verschillende structurele veranderingen, waaronder de energierevolutie, zou moeten leiden tot nieuwe investeringen.
- **Federal Reserve keert terug naar normaler beleid.** In tegenstelling tot de abrupte, agressieve acties in 1994, zal de Federal Reserve het verruimende beleid ditmaal geleidelijk afbouwen.

## Belangrijkste uitdagingen

- **Centrale banken moeten pragmatisch te werk gaan.** Als beleggers de beleidswijzigingen van centrale banken gaan beschouwen als een 'harde exit', kan dat leiden tot afnemend vertrouwen en toenemende volatiliteit. Het managen van

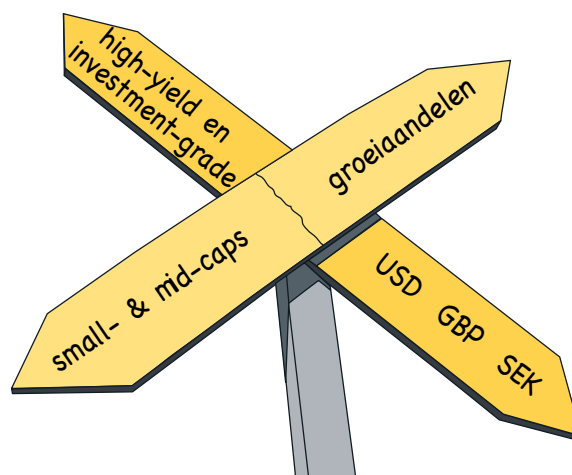
marktverwachtingen is een complexe zaak: er moet ook rekening gehouden worden met factoren die niet rechtstreeks verband houden met de economie, zoals de huidige onrust in het Midden-Oosten.

- **Risico's van overgangsfase Chinese economie.** Als de overgang van China naar op consumptie gebaseerde groei minder soepel verloopt dan gepland, kan het Chinese groeicijfer onder de 5% uitkomen. Dit zou risico's met zich meebrengen voor zowel opkomende als ontwikkelde economieën.
- **Bedrieglijke aandelenwaarderingen.** Beleggers dienen zich niet blind te staren op lage waarderingen van aandelen: een lage koers kan er ook op wijzen dat de winstgevendheid van het bedrijf onder druk staat.

## Belangrijkste kansen

- **Op groei gerichte aandelen kunnen profiteren van het economisch momentum.** Een stijging van de koers/winstverhoudingen is een realistisch scenario.
- **Europese small- en mid-cap aandelen bieden kansen.** Dit vanwege het waarderingsverschil ten opzichte van Amerikaanse tegenhangers.
- **High yield obligaties en investment-grade obligaties van lagere kwaliteit kunnen fungeren als schokdempers.** Obligaties uit opkomende markten met een korte tot middellange looptijd – in harde valuta's – kunnen interessant zijn.
- **Groeivaluta's.** De Amerikaanse dollar, Britse pond en Zweedse kroon zijn onze favoriete valuta's van ontwikkelde landen; in de opkomende regio's geven we de voorkeur aan de Mexicaanse peso, de Poolse zloty en de Chinese yuan.

## Wegwijzer voor spreiding



# Economie – vertrouwen neemt toe

**Group Economics**

Han de Jong – Chief Economist

De groei van de wereldeconomie versnelt. Het plaatje in de VS en Europa is zelfs beduidend vriendelijker aan het worden. De economische tegenwind waar de VS en Europa mee worstelden, neemt af. De zwaarste bezuinigingen liggen inmiddels achter ons, waardoor er ruimte ontstaat voor een ietwat sterkere groei. In de Amerikaanse private sector zien we dat particulieren hun financiële huishouding min of meer op orde hebben gekregen, wat hen de gelegenheid biedt om meer te gaan uitgeven en lenen. Daarnaast is de druk op het Europese financiële systeem aanzienlijk afgenomen. In de laatste plaats ligt de inflatie in de Westerse wereld nu fors lager dan een jaar geleden; dit komt de reële koopkracht van consumenten ten goede. Aan de andere kant zien we een aantal opkomende markten worstelen met de gevolgen van lagere grondstoffenprijzen en een gewijzigde groeistrategie in China. Bovendien zijn de kapitaalstromen richting opkomende landen kleiner geworden sinds bekend werd dat de steunaankopen door de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) op afzienbare termijn zullen worden afgebouwd. De economische groei in de opkomende markten is derhalve afgenomen, al liggen de groeicijfers van deze landen nog altijd op redelijke niveaus.

## Stijgende indicatoren

Het ondernemersvertrouwen is in de afgelopen maanden duidelijk gestegen, ook in de Westerse wereld. Zo bereikte de Amerikaanse Manufacturing Index (zie grafiek) in augustus het hoogste niveau sinds begin 2011. De Non-Manufacturing Index steeg zelfs tot het hoogste niveau sinds eind 2005. Hoewel de Europese bedrijfsindicatoren, absoluut gezien, slechts wijzen op bescheiden economische groei, hebben ook deze indicatoren zich sinds 2011 niet meer op de huidige niveaus bevonden. Uit de aanzienlijke toename van het ondernemersvertrouwen maken we op, dat de feitelijke economische groei momenteel aan het versnellen is of dit op korte termijn gaat doen. Ook in China zien we het ondernemersvertrouwen oprakken, al is het herstel daar minder overtuigend.

## Momentum versterkt zichzelf

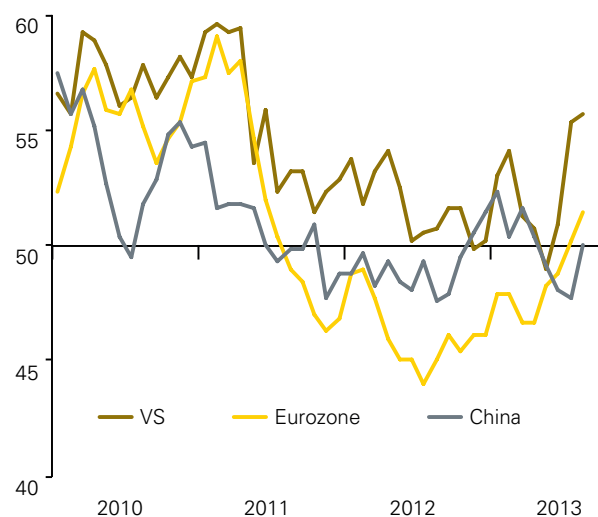
Als de economische groei van richting verandert, treden bepaalde mechanismen in werking die dat proces versterken. Hierdoor wint het momentum aan kracht. Concreet: als bezuinigingsmaatregelen achter de rug zijn en huishoudens hun financiële zaken op orde gebracht hebben, zal dat leiden tot bestedingsgroei. Op hun beurt zullen bedrijven meer personeel aantrekken en hun investeringen in nieuwe apparatuur opschroeven, om zo te kunnen voldoen aan de toenemende vraag. Dit geeft weer een extra impuls aan de

consumenteninkomens, wat leidt tot aanhoudende groei. Als dit zichzelf versterkende mechanisme in werking treedt, kan de wereldeconomie in de komende tijd een redelijke groei tegemoet zien.

## Wat roet in het eten kan gooien

Een relatief positief toekomstplaatje zoals dat hierboven geschetst wordt, is nooit risicovrij. De Fed heeft de eerste stap gezet richting een normalisering van het monetaire beleid. Sinds Fed-voorzitter Bernanke in mei hintte op het afbouwen van het stimulerende beleid zijn de kosten voor het lenen van geld gestegen. Het is onduidelijk in hoeverre de economie dit aan kan, al heeft het economisch herstel tot dusver niet geleden onder de stijgende financieringskosten. Daarnaast zien opkomende markten zich geconfronteerd met kapitaaluitstromen. Wij verwachten echter niet dat dit zal leiden tot een regelrechte crisis. In de laatste plaats moeten we er altijd rekening mee houden dat geopolitieke ontwikkelingen het huidige, grotendeels rooskleurige plaatje kunnen verstoren.

**Bedrijfsenquêtes (Manufacturing PMI) in de VS, eurozone en China**



Bron: Bloomberg

# Wedergeboorte van ontwikkelde economieën

Structurele verbeteringen stemmen hoopvol

## Stuivertje wisselen tussen ontwikkelde en opkomende markten

In de afgelopen vijf jaar rolden de ontwikkelde economieën van de ene crisis in de andere. De bankencrisis in 2008-2009, het debacle rond de overheidsschulden, angst voor de 'fiscal cliff' in de VS: het slechte nieuws bleef maar komen.

Opkomende markten deden het ondertussen veel beter. Deze landen waren de kredietcrisis snel te boven, wat de verwachting voedde dat de opkomende regio's de wereldeconomie zouden redden. Er werd zelfs gespeculeerd over de mogelijkheid dat de opkomende markten sommige eurozonelanden te hulp zouden schieten met een bail-out. Overheidstekorten van ontwikkelde economieën rezen inderdaad de pan uit, terwijl overheden van opkomende landen hun financiële huishouding wél op orde wisten te houden. Maar recent is het beeld ietwat veranderd: terwijl de opkomende markten hun glans een beetje aan het verliezen zijn, geven de ontwikkelde economieën weer tekenen van leven.

## Structurele verbeteringen voor ontwikkelde economieën

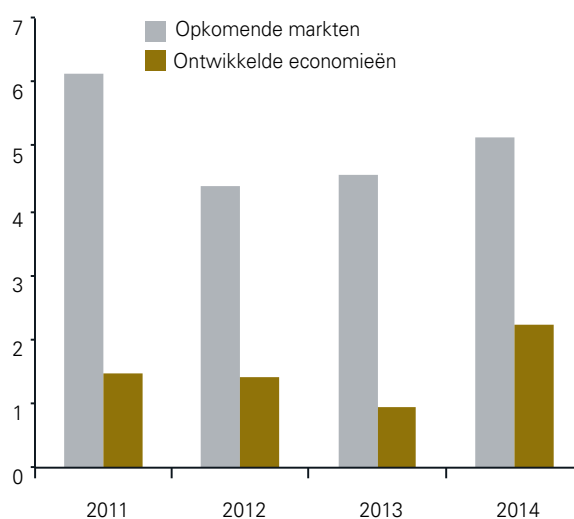
De economische groei in de VS en Japan heeft een vlucht genomen in de afgelopen maanden. Bovendien is het duidelijk dat de recessie in de eurozone voorbij is. Er is in de afgelopen tijd dan ook het nodige verbeterd. In de eerste plaats zijn de systeemrisico's voor de eurozone afgenomen: de Europese Centrale Bank heeft een financieel vangnet gecreëerd, waarmee lidstaten die in de problemen komen, geholpen kunnen worden. Hierdoor kwam een einde aan veel onzekerheid en nam de stress op de financiële markten af.

Bedrijven en privéhuishoudens in - vooral - de VS zagen hun financiële positie sterk verbeteren. Voor de private sector is de noodzaak om schulden af te bouwen hierdoor minder groot geworden. Dit betekent dat consumenten en bedrijven weer meer kunnen uitgeven en investeren. Ook hebben de VS en de eurozonelanden hun begrotingstekorten weten terug te dringen; de meest acute bezuinigingen zijn inmiddels achter de rug. De schaliegasrevolutie in de VS heeft tot gevolg, dat het land minder afhankelijk is van energie-importen. Dit is positief voor bedrijven in de industriële sector die veel energie nodig hebben. In de eurozone zien we een meer evenwichtige situatie ontstaan, waarbij de concurrentiepositie van perifere landen in rap tempo verbetert. In Japan, ten slotte, heeft de overheid eindelijk werk gemaakt van het bestrijden van deflatie. De Japanse centrale bank heeft hiertoe een agressief monetair verruimingsprogramma in het leven geroepen.

## Nog veel werk te doen

Tegelijkertijd zien we dat de economische groei in de opkomende markten structureel vertraagt. Deze vertraging heeft te maken met het gewijzigde Chinese groeimodel en de daaraan gerelateerde afkoeling van de grondstoffenmarkten, wat leidde tot lagere groei in landen die grondstoffen produceren. Nu zal de vraag vanuit het Westen de groei in de opkomende markten mede moeten stimuleren. Maar laten we ons geen illusies maken: opkomende markten blijven sterker groeien dan ontwikkelde economieën. De opkomende regio's zijn namelijk nog altijd bezig met een inhaalslag op het gebied van technologie, onderwijs en organisatie. Daarbij komt dat de overheidsfinanciën van de ontwikkelde economieën - Japan niet in het minst - nog niet op orde zijn. Ondertussen heeft men in de eurozone de handen vol aan het opschonen van de bankbalansen. Er is, kortom, nog voldoende werk aan de winkel.

BBP groei opkomende markten versus ontwikkelde economieën



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

# Geen snelle exit voor de Fed

Verschillen met 1994 geven de doorslag

**Group Economics**

Nick Kounis – Head Macro Research

## Onprettige herinneringen komen boven

In de afgelopen tijd groeide de bezorgdheid in de markt over de afbouw van het zeer verruimende monetaire beleid door de Federal Reserve. De onrust kwam vooral tot uitdrukking in de ontwikkeling van Amerikaanse staatsobligaties; daarnaast kwamen de opkomende markten onder druk te staan. Inmiddels hebben beleggers een eerdere en sterkere renteverhoging door de Fed en andere centrale banken ingeprijsd. Het vooruitzicht van minder liquiditeit, hogere rentes in de VS en – in het geval van sommige opkomende landen – een verslechterende fundamentele situatie, leidde ondertussen tot een aanzienlijke kapitaaluitstroom vanuit de opkomende regio's. De combinatie van oplopende rentes in de VS en een verkoopgolf in de opkomende markten brengt onprettige herinneringen boven aan 1994, toen de Fed onverwacht en rigoureus het monetaire beleid aanscherpte.

## Verschillen met 1994 van doorslaggevend belang

Nooit eerder heeft de Fed een zo extreem verruimend monetair beleid gevoerd als in de afgelopen jaren. Het is daarom niet vreemd dat beleggers nerveus zijn, nu de Fed het roer om lijkt te gaan gooien. Maar vanwege de verschillen tussen de huidige situatie en de toestand in 1994 zouden de zaken ditmaal niet hoeven te escaleren. In 1994 kwamen de renteverhogingen van de Fed als een verrassing en werd de rente schoksgewijs opgeschroefd. Gezien de huidige lage inflatie – en het inflatiebeleid van de Fed – achten wij het onwaarschijnlijk dat de Fed op korte termijn al start met het verhogen van de rente. En áls de Fed de rente verhoogt, waarschijnlijk vanaf begin 2015, zal dat naar verwachting een geleidelijk proces zijn. Bovendien denken wij niet dat de Fed de markt wil verrassen met een dergelijke aankondiging, gezien de zorgvuldigheid en transparantie waarmee het recente Fed-beleid vergezeld ging.

## Solide fundamentele opkomende markten

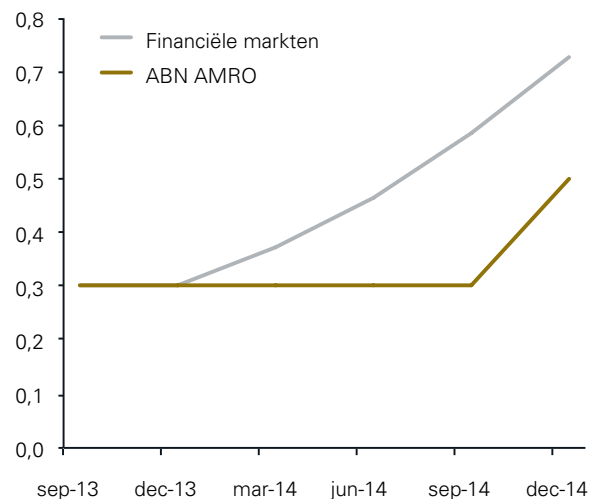
Voor wat betreft de opkomende markten: hun fundamentele situatie is momenteel beter dan in 1994. Gemiddeld genomen hebben opkomende economieën nu een overschot op de lopende rekening, waar dat in 1994 nog een tekort was. De schulden aan het buitenland zijn lager en de valuta-reserves zijn veel hoger. Daarnaast zijn de meer stabiele, directe investeringen van andere landen in opkomende markten nu veel groter dan beleggingen vanuit het buitenland in de regio. De gezondere situatie van de opkomende markten als geheel maakt de kans op 'besmettingsgevaar' tussen landen onderling kleiner, al zijn sommige landen in bepaalde opzichten kwetsbaar.

## Verruimend beleid van andere centrale banken

Mogelijke beleidswijzigingen van de Fed hebben ook tot onrust geleid op de obligatiemarkten van andere landen. De gedachte is, dat als de Fed het verruimende beleid gaat afbouwen, andere centrale banken dat voorbeeld zullen volgen. Maar de Europese Centrale Bank (ECB) en de Bank of England (BoE) hebben benadrukt, dat dit niet het geval zal zijn.

Voor de BoE zal het een opgave zijn om de markten ervan te overtuigen dat een renteverhoging voorlopig niet aan de orde is. Voor de ECB is dit gemakkelijker, gezien het trage economische herstel binnen de eurozone en de lage inflatie. Ondertussen voert de Bank of Japan (BoJ) een agressief verruimingsbeleid. Gezien het feit dat de BoJ vastbesloten is om de deflatie een halt toe te roepen, denken wij dat de Japanse centrale bank de stimuleringsmaatregelen eerder zal uitbreiden dan afbouwen.

Verwachte driemaands geldmarktrente VS (%)



Bron: ABN AMRO Group Economics

# Aandelen – marktvooruitzichten

Rally krijgt vastere vorm

De rally op de aandelenmarkten is in een meer volwassen fase beland: waarderingen lopen weer op en zijn op weg richting historisch gemiddelde niveaus. De stijgende koers/winstverhoudingen kunnen erop wijzen dat beleggers weer met een positieve bril naar aandelen kijken. Gebrek aan goed nieuws vanuit andere beleggingscategorieën kan de koers/winstverhoudingen van aandelen eveneens aanjagen.

## Veerkrachtige winsttrend

Wij denken dat de positieve ontwikkeling van de bedrijfswinsten zich zal voortzetten. Marges bevinden zich op relatief hoge niveaus, met name in de VS. Als de wereldeconomie op stoom komt, zullen marges verder gestuurd worden door stijgende verkopen. Daarbij is het gunstig dat de kosten waarschijnlijk binnen de perken blijven, zowel qua grondstoffen als qua arbeid. Financieringskosten kunnen stijgen, in het verlengde van de oplopende rendementen op staatsobligaties. Maar de impact daarvan zal waarschijnlijk beperkt zijn: veel bedrijven hebben hun balansen op orde gebracht en zijn inmiddels voorzien van financiering voor de langere termijn.

## Small- en mid-caps bieden kansen

Als de economische groei versnelt, zullen binnenlandse small- en mid-cap bedrijven in de VS (neutraal) en Europa (neutraal) daarvan profiteren. Deze ondernemingen plukken de vruchten van innovaties en efficiency; qua waardering lopen de aandelen van deze bedrijven achter op de grote ondernemingen (zie ook pagina 9).

## Focus op groei

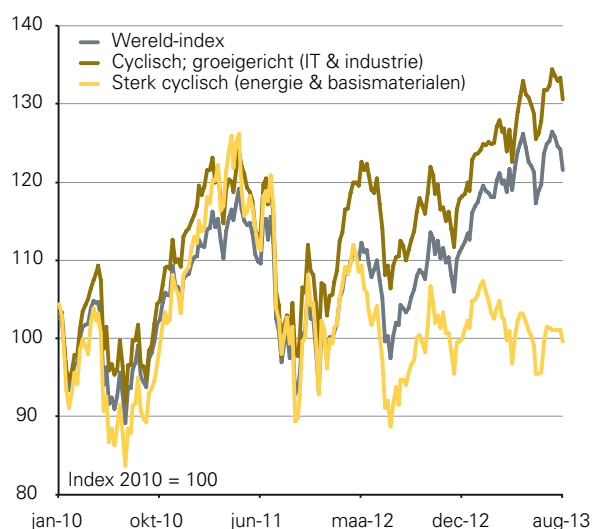
Op sectorniveau (zie ook pagina 7) hebben de op groei gerichte sectoren informatietechnologie (IT) en industrie onze voorkeur. Wij zijn voorzichtig ten aanzien van sterk cyclische sectoren, zoals basismaterialen en energie. Een belangrijke

reden daarvoor is dat wij geen wezenlijk herstel van grondstoffenprijzen voorzien. Daarnaast hebben sterk cyclische sectoren te maken met structurele veranderingen die vooralsnog meer (negatieve) impact hebben dan de voordelen van het cyclische herstel.

## Overweging China gehandhaafd

Hoewel we onze posities in opkomende markten (neutraal) in augustus hebben teruggeschoefd, blijven we een overwogen advies hanteren voor China. De overweging van China is gebaseerd op het verwachte herstel van de wereldhandel en de stabilisering van de Chinese binnenlandse groei op een niveau boven de 7%. Bovendien kunnen de aantrekkelijke waarderingen en lage winstverwachtingen gunstig uitpakken voor Chinese aandelen.

## Cyclische groeisectoren versus sterk cyclische sectoren



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbevelingen
<b>Aandelen</b> Overwogen	<p>Economisch herstel in ontwikkelde markten; dit komt de groei van de wereldeconomie en de bedrijfswinsten ten goede.</p> <p>Rentes wereldwijd zullen naar verwachting geleidelijk stijgen.</p>	<p>Focus op binnenlandse small- en mid-cap aandelen in de VS en Europa.</p> <p>Kansen voor wereldspelers in op groei gerichte sectoren, zoals industrie en IT.</p> <p>Chinese aandelen kunnen profiteren van mondiale groei, aantrekkelijke waarderingen en lage winstverwachtingen.</p> <p>Impact op aandelenmarkt beperkt: hogere rentes zijn al in koersen verdisconteerd. Voorzichtigheid geboden ten aanzien van dure, high-yield aandelen (zoals consumptiegoederen en gezondheidszorg).</p>



# Aandelen – sectorvooruitzichten

Beginnen met sectorrotatie

Research & Strategy

Sybre Brouwer – Global Head Equity Research

Nu de aandelenkoersen stijgen, zien we op sectorniveau flinke verschuivingen plaatsvinden. Wij kiezen ervoor om in de portefeuilles de posities in op groei gerichte aandelen te vergroten. Deze voorkeur komt ook tot uitdrukking in de

wegingen die wij voor sub-sectoren hanteren. Die wegingen illustreren bovendien dat sommige defensieve, hoogrenderende segmenten van de aandelenmarkt zeer goed gepresteerd hebben en inmiddels voldoende gewaardeerd zijn.

Overwogen - Neutraal - Onderwogen

Sector/sub-sector	Toelichting	Aanbevelingen
<b>Energie</b>		
Olieservices	Complexe projecten van oliemaatschappijen komen toeleveranciers ten goede.	Halliburton, SBM Offshore
Geïntegreerde oliebedrijven	Hoge investeringen in exploratie gecompenseerd door hogere vraag naar eindproducten.	
Exploratie & productie	Exploratie is riskant en duur, terwijl de eindprijzen voor energie dalen.	
Raffinage	Een aantrekkelijke vraag ligt in het verschiet, maar is nog niet zichtbaar.	
<b>Basisindustrie</b>		
Chemie	Specialty chemicaliën profiteren van lagere grondstofprijzen, basis chemie (vooral in de VS) is interessant.	Dow Chemical
Metalen & mijnbouw	Negatieve trend in marges en inkomsten als gevolg van dalende prijzen en vraag door overcapaciteit.	
Bouwmaterialen	Herstellend, maar situatie blijft moeilijk vanwege lage pricing power en hoge voorraden.	
Papier & bosbouw	Goede vooruitzichten in VS door dalende energiekosten en aantrekkelijke huizenmarkt.	
<b>Industrie</b>		
Commerciële dienstverlening	Herstel voor uitzendbranche; resultaten beter dan verwacht. Situatie verbetert in sommige Europese landen.	
Kapitaalgoederen	Mijnbouwmachines moeilijk, vliegtuigbouw sterk, orderuitstel energie-gerelateerde machines.	ABB, GE, Gildemeister
Transport ▲	Gemengd beeld: hevige concurrentie in luchtvaart; spoorwegen VS baat bij economisch herstel.	
<b>Luxe goederen &amp; diensten</b>		
Luxegoederen	Geen opwaardering verwacht totdat groei in opkomende landen aantrekt.	
Consumentendiensten	Sector zal profiteren van vraagherstel consumenten en producenten.	Accor
Detailhandel	Detailhandelaars zonder duidelijke multi-channelstrategie krijgen last van concurrentie van online winkels.	
Auto's & onderdelen	Sector zal profiteren van economisch herstel. Het autopark in zowel de VS als Europa is verouderd.	Daimler
Media	Advertentiemarkt is nog steeds zwak. Televisiemaatschappijen houden zich staande in de online wereld.	
<b>Consumptiegoederen</b>		
Huishoudelijke & pers. producten	Opkomende landen voornaamste aanjager van de groei, maar de concurrentie is fel en de waarderingen hoog.	
Voedingsmiddelen detailhandel	Houdt redelijk stand, dankzij tijdige maatregelen tegen verschuiving consumentengedrag en -bestedingen.	
Voedingsmiddelen, dranken & tabak	Lagere prijzen als gevolg van lagere grondstofprijzen; lagere volumes; hoge waarderingen.	
<b>Gezondheidszorg ▼</b>		
Apparaten & diensten	Sector lijdt onder lagere prijzen en bezuinigingen op de zorg. Consolidatie brengt nieuwe leiders.	
Farmacie, biotech & biowetenschapp.	Positieve trend in biotech; fusie- en overnameactiviteit groeit, opbreken van 'Big Pharma' heeft waarde.	Gilead Sciences, Roche
<b>Financiële dienstverlening</b>		
Gediversifieerde financiële diensten	Amerikaanse zakenbanken verrassen positief, Europese stellen teleur.	
Verzekeringen	Gemengd beeld; verliezen op natuurrampen benedengemiddeld. Sterke resultaten van vermogensbeheer.	AIA Group, Munich Re
Banken	Banken VS doen het goed. Gemengde resultaten in Europa; aantal slechte leningen groeit.	
Vastgoed	Focus blijft gericht op kwaliteitsbeleggingen.	
<b>Informatietechnologie</b>		
Hardware & IT-apparatuur	Herstel van bedrijfsinvesteringen in IT zal winstgroei hardwareproducenten aanjagen.	
Software & IT-diensten	Cloud computing is bedreiging voor de traditionele spelers, zoals Oracle en SAP.	
Halfgeleiders & halfgeleiderapp.	Gematigde winstvooruitzichten voor vele halfgeleiderproducenten	eBay, Qualcomm
<b>Telecommunicatie</b>		
Telecommunicatiediensten	Fusie- en overnameactiviteit neemt toe, maar operationele omstandigheden blijven moeilijk.	
<b>Nutsbedrijven</b>		
Duurzame energie ▼	Duurzame energie te duur in vergelijking met nieuwe alternatieven, zoals schaliegas. Subsidie raakt op.	
Gereguleerde/multi-nutsbedrijven	Hoge kosten en lage prijzen houden kasstroom onder druk.	

# Aandelen – update thema megatrends

Qua waardering ligt er voor small- en midcap-aandelen een inhaalslag in het verschiet; dit vormt het uitgangspunt van ons nieuwe aandelenthema (zie pagina 9). Qua bedrijfsmatige ontwikkelingen onderscheiden we drie andere, krachtige

trends: de nieuwe manier van winkelen (online shopping), de veranderende manier van werken in de industriesector (automatisering) en de overgang naar het gebruik van nieuwe energie (schaliegas).

Thema	Introd.	Argumentatie	Belangrijkste vertegenwoordigers	Aanbeveling
Het nieuwe winkelen	K3 2013	Dit thema wordt door de media met toenemende belangstelling gevolgd. Online shopping neemt een vlucht en steeds meer traditionele detailhandelsketens passen hun strategie daar op aan. Omzetten van de bekende online winkels, zoals het Amerikaanse Amazon.com, stijgen in rap tempo. De investeringen in distributie en klantenservice die deze bedrijven hebben gedaan, zouden dan ook moeten leiden tot hoge winsten. Dit zou de aandelenkoersen van deze ondernemingen ten goede moeten komen.	Amazon.com, FedEx, Simon Property, Unibail Rodamco, eBay, Google	Kopen (sterk aanbevolen thema)
Masters of manufacturing / Productiviteit verhogen	K1 en K2 2013	Sinds begin 2013 heeft de industriesector, zowel in de VS als in Europa, beter gepresteerd dan de bredere aandelenmarkt. Technologieaandelen deden het ook goed. Eindgebruikers van nieuwe automatiseringssystemen waren eveneens in trek bij beleggers; we hebben het dan bijvoorbeeld over de auto-industrie en andere voorheen arbeidsintensieve bedrijfssegmenten, zoals producenten van verpakkingsmaterialen en de farmaceutische industrie. Bedrijven en consumenten krijgen weer vertrouwen in de groeivoorzichten van zowel Westerse als opkomende economieën, die steeds verder industrialiseren; het groeiende vertrouwen zal naar verwachting leiden tot nieuwe investeringen in kapitaalgoederen en IT. Zowel grote industriële producenten van kapitaalgoederen als middelgrote, specialistische industriële bedrijven zullen daar waarschijnlijk van profiteren.	ABB, ASML, BASF, Cisco, GE, BMW, EMC, Qualcomm, Schneider, Emerson Electric, Fanuc, Gildemeister, Kuka, Oracle, Siemens	Kopen
Gas geven	K2 2012	Zeer lage gasprijzen zorgden in 2012 dat nieuwe ontwikkelingen rond schaliegas stagneerden. Een stijging van de gasprijs tot circa USD 4 heeft echter geleid tot nieuwe investeringen in schaliegas. Olie- en LNG-exporten vanuit de VS voeden de verwachting dat energieprijzen zullen dalen als de huidige onrust in het Midden-Oosten afneemt. Dit is goed nieuws voor energie-intensieve bedrijfssegmenten in de VS en voor bedrijven die voorzien in de infrastructuur voor verwerking en transport van deze nieuwe energie.	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, International Paper, Kinder Morgan	Kopen (sterk aanbevolen thema)

# Aandelenthema – inhaalslag van small- en mid-caps

In sommige fases van de economische cyclus zouden small- en mid-cap aandelen de voorkeur moeten hebben. Op dit moment betreden wij een dergelijke fase, voor wat betreft aandelen in de VS en Europa. De Amerikaanse economie herstelt. En in plaats van te 'outsourcen' naar het buitenland, wordt er in de VS nu weer geïnvesteerd in de binnenlandse (maak)industrie. De toenemende focus op eigen land wordt gestimuleerd door de oplevende energie-industrie en door de ontwikkeling van nieuwe technologieën die de concurrentiepositie van de industriesector ten goede komen.

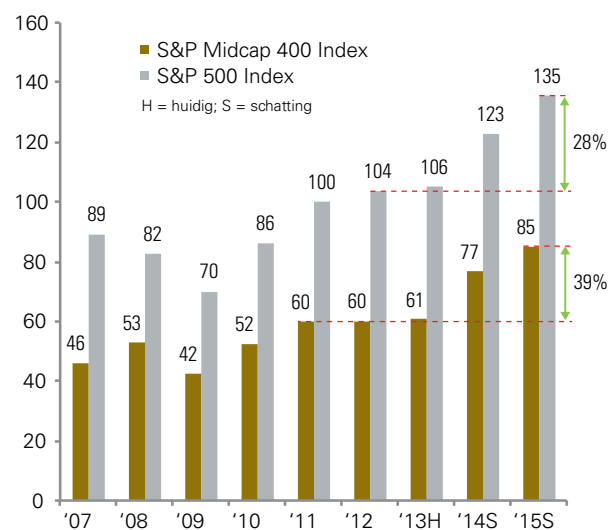
In Europa stonden small- en mid-cap ondernemingen zwaar onder druk tijdens de kredietcrisis. Maar de bedrijven die deze beproeving overleefden profiteren nu van aantrekkende bedrijfsactiviteiten en toenemende investeringen. Kleinere en middelgrote bedrijven leveren werktuigen, halffabricaten en nieuwe technologieën en diensten waarmee grotere ondernemingen groei kunnen realiseren. Maar ook op een andere manier kunnen grote en kleinere bedrijven op elkaar inwerken: tijdens een mogelijke nieuwe fusie- en overnamegolf kunnen grote ondernemingen kleinere bedrijven overnemen.

Als de economie aantrekt, stijgen de winsten van kleinere en middelgrote bedrijven - historisch gezien - sneller dan die van grotere bedrijven. Bovendien zijn de huidige waarderingen van small- en mid-caps nog altijd bescheiden, in het licht van de winstverwachtingen voor de komende 27 maanden. De koers/winstverhouding van de Amerikaanse S&P 400 Midcap Index ligt momenteel op 21x, terwijl analisten een winststijging van 39% voorzien. Europa kent geen aandelenindex speciaal voor midcap-ondernemingen. Maar de bredere Euro Stoxx 600 Index toont een vergelijkbaar plaatje: een koers/winstverhouding van 20x, terwijl de winst per aandeel tot eind 2015 naar verwachting met 40% zal toenemen.

Voor ons thema 'Inhaalslag van small- en mid-caps' hebben wij

aandelen geselecteerd van bedrijven die óf actief zijn in de industriële bevoorradingsketen óf een rol spelen bij de optimalisatie van productiviteitsniveaus. In de tabel hieronder zijn onze favoriete spelers weergegeven. Al deze aandelen volgen wij met een Kopen-advies (per 5 september 2013), met uitzondering van Kuka.

Winstprognoses mid-caps VS versus bredere markt



Bron: Bloomberg

Bedrijf		Activiteiten	Aanbeveling	Marktkapitalisatie (EUR mld)
Aalberts Industries	NL	Transport en distributie van vloeistoffen en gassen; industriële diensten	Kopen	2,2
Arcadis	NL	Ontwerpen infrastructuur; ingenieursdiensten	Kopen	1,5
TKH	NL	Kabels, netwerkkonderdelen, kabeloplossingen voor industrie	Kopen	0,9
Gildemeister	DE	Werktuigmachines	Kopen	1,4
Kuka	DE	Robots/automatisering	Houden	1,1
Accor	FR	Hotels	Kopen	6,9
Expedia	VS	Online reisbureau	Kopen	5,3
Bouygues	FR	Ingenieursactiviteiten, TV, telecom	Kopen	7,9

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Private Banking

# Obligaties – marktvooruitzichten

Verschuivingen nemen meerdere jaren in beslag

De obligatiemarkten maken momenteel een proces van normalisering door. Rendementen op obligaties stijgen, nu het ernaar uitziet dat de Federal Reserve het stimulerende monetaire beleid gaat afbouwen. Wij verwachten dat de Fed hier in het vierde kwartaal van 2013 mee gaat beginnen. Twee indicatoren duiden erop, dat het normaliseringsproces goed op gang gekomen is. In de eerste plaats zien we de rendementen op obligaties sinds het begin van dit jaar stijgen, waarbij de spread (risico-opslag) tussen het rendement op Amerikaanse tweejaars en tienjaars staatsleningen (Treasuries) is gestegen van 160 tot 240 basispunten. In de tweede plaats stellen we vast dat, als gevolg van de oplopende rentes, de reële rendementen op Amerikaans staatspapier met een lange looptijd weer positief zijn: het reële rendement op Treasuries met een looptijd van tien jaar komt inmiddels in de buurt van de 1% (zie grafiek). Toch hebben we nog een lange weg te gaan voordat het normalisatieproces voltooid is. Het gemiddelde reële rendement op Amerikaans tienjaars staatspapier ligt sinds 1993 namelijk boven de 2%. Dit betekent dat we een verdere stijging van de obligatierendementen kunnen verwachten. Wij denken dat dit proces zich in de komende 12-18 maanden geleidelijk zal voltrekken en dat de Fed de beleidsrente voor het grootste deel van deze periode laag zal houden. Overigens verwachten wij geen herhaling van 1994, toen er zware turbulentie in obligatiemarkten ontstond naar aanleiding van abrupte renteverhogingen.

Een stijgende rente in de VS sluit aan bij het economisch herstel dat we momenteel waarnemen in de VS, Europa en andere ontwikkelde markten. Rendementen op obligaties

zullen blijven oplopen, zo verwachten wij. De uitstroom van kapitaal uit de obligatiemarkten zal voorlopig aanhouden, wat zal leiden tot verder dalende obligatiekoersen. In de loop van 2014 zullen institutionele beleggers waarschijnlijk terugkeren naar de obligatiemarkten, omdat obligaties weer aantrekkelijker worden vanwege de opgelopen rendementen. Wat ons betreft is het op dit moment nog geen tijd om de markt voor staatsobligaties weer te betreden en daarom blijven we onderwogen.

## Terug naar positief reëel rendement



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Bepalende factoren	Aanbeveling
<b>Staatsobligaties</b> <b>Onderwogen</b>	Effectieve rendementen van staatspapier in de VS en Europa beginnen net te stijgen en zijn nog lang niet op het niveau dat overeenkomt met een wezenlijk herstel.	Staatsobligaties van kernlanden (VS en EU) zijn gevoelig voor positief nieuws en berichten over het te voeren monetaire beleid in het post-crisistijdperk.	Overweeg mogelijkheden in staatsobligaties van perifere landen om extra rendement te behalen.
<b>Bedrijfsobligaties</b> <b>Overwogen</b>	Bedrijfsbalansen zijn momenteel solide: lage schulden en voldoende liquiditeit. Een geleidelijk economisch herstel in de kernlanden zal de kredietratio's van bedrijven ten goede komen.	Aantal bedrijfsfaillissementen is historisch laag in cyclisch opzicht. Economisch herstel komt ten goede aan high-yield obligaties in ontwikkelde markten.	Voorkeur voor investment-grade bedrijfsobligaties van lagere kwaliteit ten opzichte van kwalitatief hoogwaardigere investment-grade obligaties.
<b>Schulden opkomende landen</b> <b>Overwogen</b>	De fundamentele situatie van opkomende markten is nu veel beter dan in vorige crisisperiodes.	Volatiliteit bij zwakkere broeders onder de opkomende markten zal aanhouden tot beleidswijzigingen vruchten gaan afwerpen.	Marktturbulentie biedt kansen voor obligaties uit opkomende landen met korte tot middellange looptijd in harde valuta's (USD en EUR).



# Obligaties – portefeuilleallocatie

Schokdempers installeren

## Research & Strategy

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

Het is nog niet geheel duidelijk hoe en wanneer de Federal Reserve terugkeert richting een normaler monetair beleid. Maar dit betekent niet dat obligatiebeleggers geen positief effectief rendement meer kunnen behalen. Voor beleggers die nu kasposities aanhouden, bieden hoogrentende obligaties een interessante gelegenheid om een hoger rendement dan de spaarrente te realiseren. Hierbij is het de uitdaging om een goede balans te vinden tussen staats- en bedrijfsobligaties.

### Bedrijfsobligaties als schokdempers

Bedrijfsobligaties blijven de rol van schokdemper vervullen. De hogere spreads (risico-opslag) op deze obligaties vormen een buffer tegen de stijgende rendementen op staatsobligaties. Bovendien zou de aantrekkende economie ertoe moeten leiden dat bedrijven beter in staat zijn om hun leningen - zoals obligaties - terug te betalen. Historisch gezien ligt het aantal wanbetalingen op bedrijfsobligaties laag, wat maakt dat wij deze obligatiecategorie nog steeds aantrekkelijk vinden. Wij raden beleggers aan, perioden van zwakte in dit segment aan te grijpen als koopgelegenheid.

Non-investment-grade (high-yield) bedrijfsobligaties bieden meer bescherming tegen een oplopende rente dan investment grade bedrijfsobligaties. Wij raden daarom een tactisch overwogen positie aan in investment-grade bedrijfsobligaties van lagere kwaliteit (20% van de allocatie). Daarnaast raden wij ook een overwogen positie aan in high-yield bedrijfsobligaties van hogere kwaliteit (15% allocatie).

### Opkomende markten: kans op crisis is klein

Turbulentie in de opkomende markten heeft de afgelopen maanden geleid tot een aanzienlijke kapitaaluitstroom vanuit die regio's. Maar volgens ons is de kans klein dat de opkomende markten daadwerkelijk in een crisis belanden, omdat deze landen er nu fundamenteel beter voorstaan dan in de jaren '80 en '90 van de vorige eeuw. Voor wat betreft hun valuta's hebben de meeste opkomende economieën de koppeling met de Amerikaanse dollar (deels) losgelaten. Opkomende landen beschikken bovendien over voldoende valuta-reserves, terwijl hun schulden aan het buitenland laag zijn. De meeste opkomende markten hebben, ten slotte, hun fiscale huishouding goed op orde.

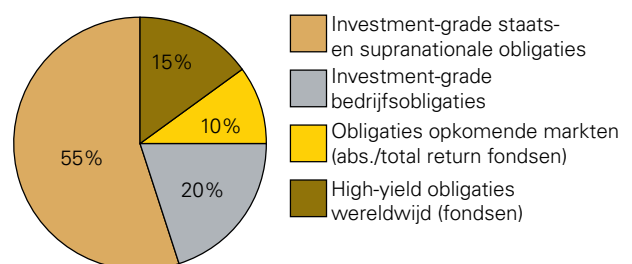
Wij denken dat de situatie binnen de opkomende markten stabiel wordt, zodra er meer duidelijkheid is over de koers die de Federal Reserve in de komende tijd gaat varen. Daarnaast kunnen tekenen van een duurzaam herstel van de wereldeconomie gunstig zijn voor de opkomende landen. In

onze optiek bieden obligaties uit opkomende landen in harde valuta nog altijd beleggingskansen.

### Uitdagingen voor Europa

Het opzetten van een bankenunie zou weleens het belangrijkste beleidsinitiatief van de eurozone kunnen zijn in de komende jaren. Een gezamenlijke aanpak om banken in nood te redden zal, zo verwachten wij, niet in werking treden voor 2015. Een stijging van de rendementen op Duitse tienjaars staatsleningen kan worden geïnterpreteerd als een teken dat Europese beleidsmakers vooruitgang boeken met het samenstellen van de bankenunie. Ondertussen blijft het vangnet van de ECB – het noodprogramma Outright Monetary Transactions – van cruciaal belang bij het waarborgen van de stabiliteit in de eurozone. De risico-opslagen op zeer liquide Italiaanse en Spaanse staatsobligaties ten opzichte van Duits staatspapier zullen naar verwachting verder dalen, met dank aan de verbeterende economische vooruitzichten.

### Aanbevolen allocatie obligatieportefeuille



Bron: ABN AMRO Private Banking

# Valuta's

Amerikaanse dollar  
in de lift

## Group Economics

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

### Renteververschil richtinggevend voor euro versus dollar

Veel valutabeleggers breken zich het hoofd over de ontwikkeling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Toch is het vrij duidelijk, wat momenteel de aanjager is van dit valutapaar: het renteververschil. Laten we eens kijken naar een grafiek die de renteververschillen weergeeft, bijvoorbeeld in de vorm van de rendementsafwijking tussen Duitse en Amerikaanse tweejarige staatsobligaties (zie onderstaande grafiek). We zien duidelijk dat de ontwikkeling van het renteververschil sterk overeenkomt met de koers van de euro versus de dollar.

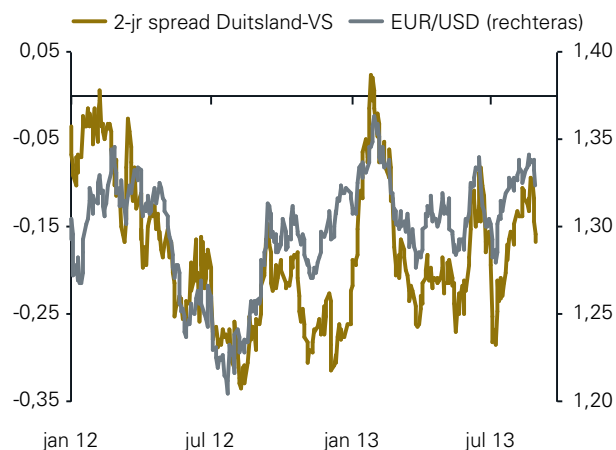
Wij denken dat de dollar dit en volgend jaar terrein kan winnen ten opzichte van valuta's van andere ontwikkelde economieën. Daarbij zijn verschillende factoren van belang: wij verwachten dat de Amerikaanse economie beter zal presteren dan die van andere landen. Verder denken we dat internationale verschillen in monetair beleid gunstig zullen uitpakken voor de dollar: centrale banken in Europa zullen waarschijnlijk sterk blijven benadrukken dat de korte rente niet snel verhoogd wordt. Bovendien leiden in de VS het afnemende begrotingstekort en de schaliegasrevolutie tot een dalend tekort op de lopende rekening; ook dit is positief is voor de ontwikkeling van de dollar.

### Voorlopig herstel valuta's opkomende markten

De stijgende rente in de VS en de massale verkoop van valuta's van opkomende landen brengen onprettige herinneringen boven aan crisisperiodes die we hebben gezien in opkomende regio's. Toch is de situatie nu anders. Opkomende economieën staan er in fundamenteel opzicht veel beter voor dan in het verleden. Bovendien zal de wereldeconomie naar verwachting aantrekken in de komende kwartalen, wat positief is voor de exporten vanuit opkomende landen. Tegelijkertijd zijn we ervan overtuigd dat de Federal

Reserve de monetaire stimuleringsmaatregelen niet abrupt gaat stopzetten maar zeer geleidelijk zal afbouwen. Deze factoren zouden ten goede moeten komen aan de risicobereidheid van beleggers. Wij verwachten dan ook dat de valuta's van opkomende markten in de komende maanden weer enige terreinwinst zullen boeken.

Euro versus dollar en renteververschil (spread)



Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbevelingen
Valuta	<p>Positief ten opzichte van de Amerikaanse dollar, vanwege de aantrekkende economie.</p> <p>Mexicaanse peso kan profiteren van groei in VS. Poolse zloty is aantrekkelijk vanwege groei- en rentevoorzichten.</p> <p>Positief ten opzichte van de yuan, al verwachten we dat de munt minder in trek zal zijn dan eerder het geval was.</p>	<p>G4 favoriet: Amerikaanse dollar. Europese favoriet: Zweedse kroon.</p> <p>Favoriet opkomende markten: Mexicaanse peso en Poolse zloty (versus de euro).</p> <p>Azië: Chinese yuan.</p>

# Prognoses

The best way out is always through.  
Robert Frost

Research & Strategy  
en Group Economics

In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat de grote ontwikkelde landen zullen bijdragen aan een versnelling van de mondiale economische groei. Dit zou ertoe moeten leiden dat de wereldeconomie in 2014 groeit met 3,8%. Begin 2013 moesten de opkomende landen in economisch opzicht een stap terug doen. Maar mede dankzij de toenemende vraag vanuit ontwikkelde landen verwachten we dat de opkomende

markten volgend jaar weer fatsoenlijke groeicijfers zullen laten zien. Ons basisscenario zou in gevaar komen als de groei in ontwikkelde landen toch weer vertraagt en als het economische herstel in Europa niet van de grond komt. Gezien deze risico's denken we dat centrale banken zeer zorgvuldig te werk zullen gaan bij het afbouwen van hun ondersteunende monetaire beleid.

## Macro (%)

5 september 2013	Reële groei BBP 2014		Inflatie 2014	
	ABN AMRO	Markt visie	ABN AMRO	Markt visie
VS	3,2	2,6	1,9	1,9
Eurozone	1,3	0,9	1,1	1,5
VK	2,8	1,9	2,1	2,5
Japan	1,8	1,5	2,6	2,1
Andere landen*	2,6	2,5	1,8	1,7
EM Azië	6,4	6,5	4,8	4,2
Latijns Amerika	3,6	3,6	8,3	6,7
EEMEA**	2,9	3,2	4,8	5,5
Wereld	3,8	3,6	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 Group Economics, Consensus Economics, EIU

## Prognose aandelen

	Spot 5 september 2013	Actieve strategie	Voorwaarts k/w 2014
MSCI ACWI	370,22	Overwogen	11,7
S&P 500	1655,08	Neutraal	12,4
Euro Stoxx 50	2774,20	Neutraal	10,2
FTSE-100	6532,44	Neutraal	10,8
Nikkei 225	14064,82	Neutraal	14,6
DAX	8234,98	Neutraal	10,2
CAC 40	4006,80	Neutraal	10,6
AEX	369,95	Neutraal	10,9
Hang Seng Index	22598,00	Neutraal	9,3
Shanghai SE Comp.	2122,43	Overwogen	7,7
Straits Times Index	3039,45	Neutraal	12,0

Overwogen - Neutraal - Onderwogen

## Prognose rente en obligatierendement (%)

	30 aug 2013	K4 2013	K1 2014	K2 2014	K3 2014
<b>VS</b>					
Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3-maands	0,26	0,30	0,30	0,30	0,30
2-jaars	0,40	0,60	0,95	1,30	1,75
10-jaars	2,78	3,00	3,25	3,50	3,75
<b>Duitsland</b>					
ECB Refi	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3-maands	0,22	0,20	0,20	0,20	0,20
2-jaars	0,25	0,25	0,30	0,50	0,80
10-jaars	1,85	2,00	2,10	2,30	2,50

## Valutaprognose

Valutapaar	30 aug 2013	K4 2013	K1 2014	K2 2014	K3 2014
EUR/USD	1,3212	1,20	1,20	1,15	1,10
GBP/USD	1,5479	1,45	1,45	1,40	1,36
EUR/GBP	0,8536	0,83	0,83	0,82	0,81
USD/CHF	0,9315	1,08	1,08	1,13	1,18
EUR/CHF	1,2307	1,30	1,30	1,30	1,30
USD/JPY	98,32	110	112	115	118
EUR/JPY	129,91	132	134	132	130
USD/CAD	1,0533	1,06	1,06	1,06	1,07
AUD/USD	0,8919	0,86	0,86	0,84	0,82
NZD/USD	0,7751	0,76	0,76	0,76	0,75
EUR/NOK	8,0900	7,80	7,80	7,60	7,60
EUR/SEK	8,7599	8,30	8,20	8,20	8,00

# Hedge funds

Wie de schoen past...

## Research & Strategy

Olivier Couvreur – CIO Multimanager Hedge Funds

Erik Keller – Senior Hedge Fund Analyst

In het verleden werden hedge funds soms ingezet onder het motto 'deze schoen past ons allemaal'. Dezelfde fondsen konden op verschillende manieren worden ingezet binnen diverse beleggingsportefeuilles. Tegenwoordig selecteren we specifieke hedge funds die qua rendement en risico passen bij de betreffende portefeuilles. Het motto is nu dus eigenlijk: 'wie de schoen past, trekke hem aan.' Zo kan in een defensieve obligatieportefeuille spreiding worden aangebracht door middel van multi-strategy hedge funds, terwijl long/short equity hedge funds worden ingezet om het risico van een offensieve aandelenportefeuille te verlagen.

### Hoger rendement bij lager risico in obligatieportefeuilles

Wij denken dat multi-strategy funds of hedgefunds - die verschillende strategieën combineren - toegevoegde waarde bieden in een obligatieportefeuille. Met dit type hedge funds werden dit jaar tot dusver betere rendementen geboekt dan met traditionele obligatieportefeuilles, bij een lagere volatiliteit. De hogere rendementen en de lagere volatiliteit kwamen voort uit het feit dat multi-strategy hedge funds nadruk legden op strategieën waarmee geprofiteerd werd van het economisch herstel. We hebben het dan, bijvoorbeeld, over de event-driven strategie en de long/short equity strategie. Andere strategieën, zoals de aan grondstoffen gerelateerde CTA strategie, kregen juist minder aandacht. Door in de multi-strategy hedge funds meer nadruk te leggen op de ene strategie dan op de andere, werd enerzijds het renterisico verlaagd. Anderzijds werden positieve rendementen behaald, door in te spelen op een aantrekkende economie.

Ook absolute return en long/short fixed income hedge funds kunnen een goede aanvulling vormen in een obligatieportefeuille. Deze fondsen zijn flexibeler dan traditionele obligatieportefeuilles en kunnen beleggen in verschillende obligatiesegmenten, waarbij het renterisico wordt afgedekt.

### Meer spreiding in aandelenportefeuilles

Met long/short equity en event-driven hedge funds kunnen we spreiding realiseren en het risico van aandelen in een portefeuille verlagen. In het lopende jaar hebben deze hedge funds solide rendementen opgeleverd, met dank aan het toenemende aantal fusies/overnames en bedrijfsherstructureringen. Ook het gunstige beursklimaat, dat goede mogelijkheden biedt om aandelen te selecteren, droeg bij aan het rendement van deze hedge funds.

Een fund of hedge funds dat belegt volgens de long/short equity en de event-driven strategie kan toegevoegde waarde bieden in een portefeuille die vooral uit aandelen bestaat. Een

andere mogelijkheid is het opnemen van een mandje hedge funds dat speciaal is toegelegd op deze strategieën.

### Aanbevolen hedge funds strategieën

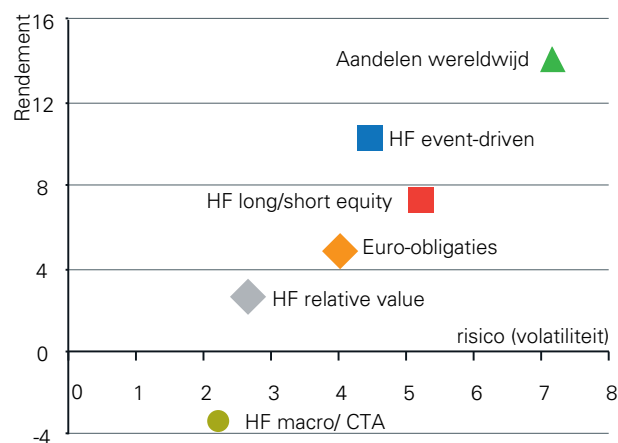
**Long/short equity (positief):** het verbeterende beursstemming en de aanzienlijke waarderingsverschillen tussen aandelen (zowel tussen sectoren als daarbinnen) zijn gunstig voor long/short equity hedge funds.

**Event-driven (positief):** de vooruitzichten voor event-driven hedge funds blijven positief. Dit geldt met name voor fondsen die zich focussen op 'speciale situaties' of handelsposities innemen in marktsegmenten zoals communicatie en energie.

**Relative value (neutraal):** relative value hedge funds hebben in het lopende jaar bijgedragen aan portefeuillespreiding, terwijl sommige andere hedge funds strategieën negatief uitpaktten (met name in juni en augustus). We adviseren daarom geen onderweging voor relative value hedge funds. Wel geloven we dat op groei gerichte strategieën, zoals long/short equity en event-driven, meer potentieel bieden.

**Global macro/CTA (negatief):** global macro/CTA hedge funds hebben dit jaar tot dusver teleurstellend gepresteerd en een sterk herstel in de komende maanden verwachten we niet. Hoewel de prestaties van discretionaire global-macro hedge funds in de afgelopen maanden verbeterden, liepen CTA fondsen averij op, als gevolg van draaiende trends op de obligatie- en aandelenmarkten.

Relatieve risico's en rendementen over 1 jaar



Bron: Lipper Hindsight, dataperiode 30 augustus 2012 - 30 augustus 2013



# Grondstoffen

Niet meer zo cyclisch

## Group Economics

Hans van Cleef - Energy Economist

Georgette Boele - Coordinator FX and Commodity Strategy

### Langere termijn visie: neutraal

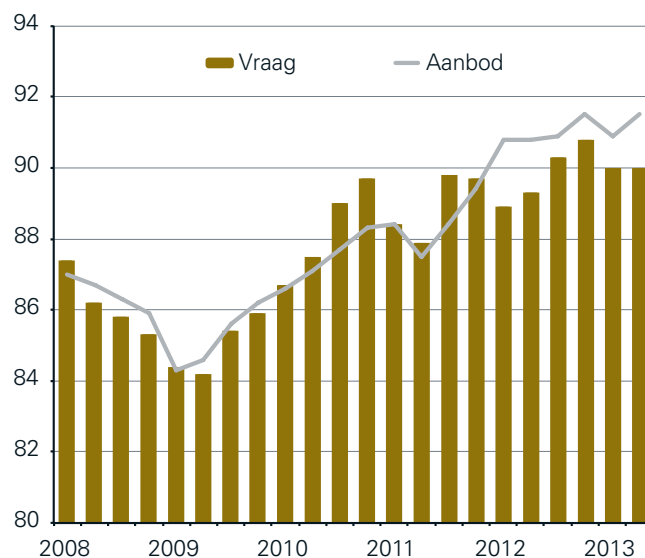
Grondstoffenprijzen zijn sinds juni gestegen. Hiervoor zijn verschillende redenen: 1) beter dan verwachte macrodata wereldwijd gaven cyclische grondstoffen - waaronder basismetalen, sommige edelmetalen en energie - een impuls; 2) een hogere risico-opslag, als gevolg van de onrust in het Midden-Oosten, leidde tot een stijging van de olieprijs; 3) short-posities werden afgedekt; 4) de vraag naar fysieke edelmetalen; 5) de behoefte aan een veilige haven in de vorm van goud en zilver, aangejaagd door de forse dalingen van valuta's van opkomende markten en de ontwikkelingen in het Midden-Oosten. De prijzen van de meeste grondstoffen liggen momenteel boven onze driemaands prognoses; wij verwachten dan ook een correctie. Om die reden hebben wij een negatieve korte termijn visie voor grondstoffen die onderdeel uitmaken van de Commodity Research Bureau (CRB) Index.

De forse productie tijdens de grondstoffenhausse van de afgelopen jaren heeft geleid tot een overaanbod van grondstoffen. Maar in de loop van dit jaar en in 2014 zal de economische activiteit naar verwachting weer aantrekken; voor de grondstoffenmarkt betekent dit, dat vraag en aanbod weer in balans zullen komen. De grondstoffenvraag vanuit China kan enigszins afnemen, nu de Chinezen meer focussen op particuliere consumptie dan op investeringen. Maar ook al legt men meer nadruk op binnenlandse consumptie, de bouwsector blijft belangrijk voor China. Daarnaast zal de vraag naar voedsel in China toenemen, wat leidt tot een stijgende behoefte aan landbouwgrondstoffen.

Het einde nadert voor het tijdperk van 'goedkoop geld', door de verwachte afbouw van monetaire stimuleringsmaatregelen in de VS en het terugdringen van de kredietgroei in China.

Lagere grondstoffenprijzen en hogere financieringskosten zullen leiden tot margedruk voor grondstoffenproducenten. Producenten zullen daarom gaan reorganiseren en efficiencylagen doorvoeren, wat mogelijk leidt tot een lager aanbod in 2015-2016. Op basis van de vraag- en aanbodfactoren verwachten wij dan ook dat cyclische grondstoffen het goed zullen doen in de komende twaalf maanden. Daarentegen blijven we negatief voor wat betreft de verwachte prijsontwikkeling van olie (zie grafiek) en goud. Voor de komende twaalf maanden hanteren we daarom per saldo een neutrale visie ten aanzien van de CRB Index.

### Het aanhoudende gat tussen vraag en aanbod voor olie



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Grondstoffen Neutraal	Negatieve korte termijn visie op de CRB Index; neutrale visie voor de komende twaalf maanden. Negatieve visie op olie en goud voor zowel korte termijn als voor twaalfmaandsperiode; positievere visie op metalen.	Neem een brede positie in grondstoffen via indices.

# Vastgoed

Na de storm

Research & Strategy

Manuel Hernandez Fernandez – Property Specialist

Real estate investment trusts (REITs) kregen recent flinke klappen. Vooral in de VS deden beleggers deze beursgenoteerde vastgoedfondsen van de hand, uit angst voor een rentestijging en wijzigingen in het monetaire beleid. REITs presteren doorgaans minder goed gedurende periodes waarin de rente oploopt, terwijl zij in tijden van een stabiliserende rente het juist beter doen dan de markt (zie grafiek). Zo ook ditmaal: rendementen op Amerikaanse staatsobligaties zijn sinds mei met 67 basispunten gestegen, terwijl REITs een daling lieten zien van 13%.

Wij verwachten dat beleggers hun posities in de Amerikaanse vastgoedsector (overwogen) op termijn weer zullen uitbreiden. Vastgoedbedrijven in de VS zijn aantrekkelijk, omdat hun fundamentele situatie solide is en hun dividenduitkeringen sterker dan gemiddeld stijgen. Als de Amerikaanse economie verder herstelt, zullen ook de cyclische vastgoedsegmenten, zoals hotels en kantoren, opveren. Onze bezorgdheid ten aanzien van de Europese vastgoedsector (neutraal) neemt af. Wij adviseren om posities in te nemen in kwaliteitsbedrijven; deze ondernemingen moeten kunnen profiteren van aantrekkelijke waarderingen en een groeiende vraag.

Rendement van VS REITs t.o.v. rendement op tienjaars Treasuries



Bron: Bloomberg

# Duurzaamheid

Op st(r)oom met een nieuwe energiemix

Sustainable Development

Vincent van Assem – Senior Advisor

Het Amerikaanse energielandschap is drastisch veranderd door de opkomst van schaliegas. Over de economische voordelen van schaliegas is inmiddels al veel geschreven; wat kunnen we vanuit duurzaamheidsperspectief zeggen over deze energiebron? Schaliegas kan beschouwd worden als een goed alternatief voor olie en kolen. Tot op zekere hoogte vormt schaliegas ook een alternatief voor biobrandstoffen. Om biobrandstoffen te maken, zijn landbouwgrondstoffen (zoals maïs) nodig die anders gebruikt zouden worden voor de productie van voedsel. In dat opzicht 'concurrert' schaliegas minder sterk met de voedselproductie. De uitdaging is nu, om de techniek die gehanteerd wordt voor schaliegaswinning minder milieuonvriendelijk te maken en om een goed distributienetwerk te ontwikkelen.

Europeanen staan sceptischer tegenover schaliegas. In Europa focust men op energiebesparing en duurzame energie en wordt gestreefd naar het behalen van de doelstellingen voor een lagere CO<sub>2</sub>-uitstoot. Mede dankzij technologische ontwikkelingen zijn zonne- en windenergie tegenwoordig efficiënter in te zetten; inmiddels kunnen deze vormen van energie bijna volledig concurreren met traditionele energiebronnen. De energierevolutie maakt duidelijk dat duurzamere oplossingen mogelijk zijn, dankzij innovatie. Voor beleggers ontstaan er nieuwe beleggingskansen door de verbreding van het energielandschap.

# Private equity

De kunst van het kiezen

**Research & Strategy**

Olivier Palasi – Head Private Equity

Het afgelopen jaar was een heel goed jaar voor exits van private equity fondsen: in totaal werd USD 373 miljard uitgekeerd aan beleggers in 2012. Naar verwachting zullen private equity fondsen met veel succes kapitaal blijven ophalen tot het einde van dit jaar: doordat er veel geld aan beleggers is uitgekeerd, hebben beleggers ook weer de ruimte om nieuwe investeringen te doen.

In totaal werden in de eerste helft van dit jaar 662 private equity fondsen gesloten of werd een tussentijdse sluiting aangekondigd. Hiermee werd een bedrag van USD 270 miljard veiliggesteld. Noord-Amerika was goed voor 61% hiervan, een toename van 40% ten opzichte van de zes maanden daarvoor, met dank aan kapitaalinstromen vanuit – onder meer – pensioenfondsen.

Fondsbeheerders zijn tevreden met de ontwikkeling van de bedrijven in portefeuille. Buyout managers zijn erin geslaagd om hun beleggingen te herfinancieren dan wel de convenanten te wijzigen. Growth technology equity leverde goede rendementen op; deze vorm van private equity - een combinatie van venture capital en buyouts - heeft zich inmiddels ontwikkeld tot een op zichzelf staande beleggingscategorie.

## Selecteren van beheerders is de uitdaging

Bij het selecteren van private equity fondsen komt het erop aan, vast te stellen welke fondsbeheerders in de toekomst het best zullen presteren. Een overzicht van beheerdersprestaties in het verleden toont aan, hoe moeilijk het is om fondsbeheerders te vinden die structureel goed presteren. De grafiek op deze pagina is gebaseerd op een vergelijking tussen de prestaties van een fonds dat een fondsmanager in het verleden beheerde ('voorganger-fonds') en een ander fonds dat diezelfde manager in een later stadium beheerde ('opvolger-fonds'). Een dergelijke vergelijking maakt duidelijk in hoeverre beheerders van private equity fondsen duurzame prestaties neerzetten.

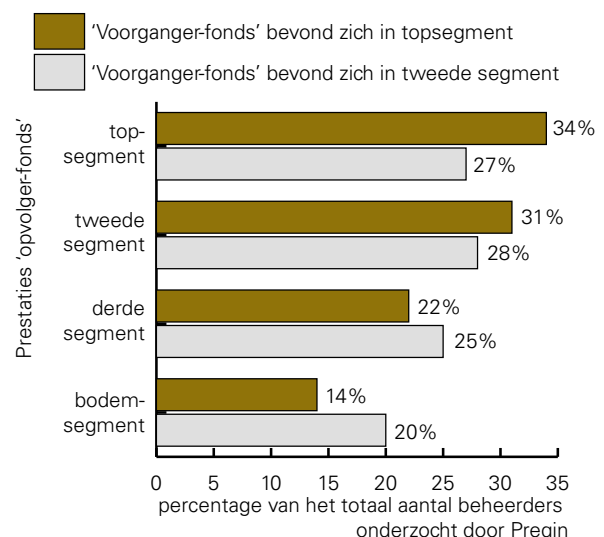
Het slechte nieuws is, dat prestaties uit het verleden geen goede indicator vormen voor toekomstige prestaties. In de grafiek is een ranglijst weergegeven die verdeeld is in vier segmenten. Het 'topsegment' bevat de best presterende fondsen; het 'bodensegment' geeft de zwakst presterende fondsen weer. Uit de geanalyseerde data blijkt, dat slechts 34% van de fondsbeheerders die aanvankelijk met hun fonds tot de top behoren, later met een ander fonds opnieuw in het topsegment belandt. Ofwel: 66% van de fondsbeheerders die aanvankelijk topprestaties leveren, weet dat succes niet te

continueren bij een volgend fonds. Maar uit de research blijkt ook iets anders: 27% van de fondsmanagers in het 'tweede segment' komt met een volgend fonds alsnog in het topsegment terecht. Dit illustreert dat de expertise en het vermogen om goede deals te sluiten door de tijd heen ook kunnen toenemen. Per saldo stellen we vast, dat fondsmanagers geen duurzaam prestatieniveau weten te realiseren. Dit betekent dat we bij het selecteren van fondsbeheerders een dynamische houding moeten aannemen, om mee te kunnen groeien met een industrie die altijd in beweging is.

## Regionale kansen

In Europa is Duitsland de stuwende kracht op gebied van private equity. Duitsland vormt een aantrekkelijke locatie voor niet-beursgenoteerde beleggingen, vanwege de omvangrijke industrie en de traditie van kleine en middelgrote ondernemingen die het land kent. Voor wat betreft private equity in Azië stellen we vast dat de performance van Chinese private equity fondsen in de afgelopen tijd niet overhield. Als gevolg hiervan werd er in dit land minder kapitaal opgehaald voor private equity. Desalniettemin begint private equity in China een volwaardige markt te worden, die zich in toenemende mate conformeert aan de standaarden van de industrie.

**Prestaties 'opvolger-fonds' van beheerders in top- en tweede segment**



Bron: Preqin

# Performance en risico

## Research & Strategy

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

In onze assetallocatie zijn aandelen sterk overwogen (profielen 2 tot 6), terwijl wij een onderweging voor obligaties hanteren (profielen 1 tot 5). Voor hedge funds geldt een overweging in de profielen 1 en 2, een neutrale weging in de profielen 3 en 4 en een onderweging in de profielen 5 en 6. Voor vastgoed en grondstoffen hanteren wij een neutrale weging. Via onze huidige allocatie willen we profiteren van het verwachte herstel van de wereldeconomie. Tegelijkertijd streven wij ernaar om het renterisico in de portefeuilles te verlagen. De risicopremies op aandelen zijn nog hoog genoeg om in de komende tijd compensatie te bieden voor (verdere) rentestijgingen. In onze optiek blijven aandelen daarom aantrekkelijker dan obligaties.

### Tactische allocatie op basis van risicopremie aandelen

Het scherpe contrast tussen de overweging van aandelen enerzijds en de onderweging van obligaties anderzijds vormt een belangrijke risicofactor in onze tactische assetallocatie. Het is daarom belangrijk om na te gaan of de risicopremie op aandelen - gemeten aan de hand van de zogenoemde earnings/yield ratio van de S&P 500 Index - voldoende marge biedt ten opzichte van het rendement op Amerikaanse staatsobligaties.

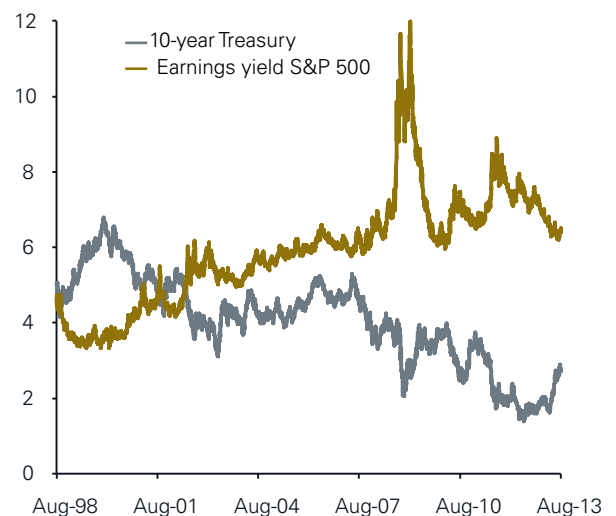
In de afgelopen tijd zagen we de obligatierendementen stijgen. Desondanks zijn de risicopremies op aandelen nog steeds beduidend hoger dan de obligatierendementen (zie grafiek). Uiteindelijk kunnen de risicopremies op aandelen en de obligatierendementen weer naar elkaar toegroeien, totdat het verschil tussen beide weer op het pre-crisisniveau belandt.

### Performance: de rally van aandelen

Absoluut gezien hebben alle profielen dit jaar tot dusver een positief rendement opgeleverd (met uitzondering van profiel 1 in Amerikaanse dollars). Dit komt vooral door de goede

resultaten die in het lopende jaar geboekt werden met aandelen (opkomende markten uitgezonderd). In relatief opzicht zijn de rendementen dit jaar tot dusver in alle profielen – in euro's – negatief. Achterblijvende prestaties van obligatie- en aandelenmarkten in opkomende landen vormen hiervan de oorzaak. In de profielen 1 tot 4 in dollars waren de relatieve rendementen positief, als gevolg van de onderweging in obligaties en de positieve resultaten die met Amerikaanse aandelen werden geboekt. Omdat de aandelenbeurzen in opkomende landen onder druk stonden, kon ook met de profielen 5 en 6 geen positief relatief rendement worden gerealiseerd.

### Earnings yield S&P 500 vs. rendement op tienjaars staatsobligaties VS



Bron: Bloomberg

### Resultaten van tactische t.o.v. strategische assetallocatie

	EUR						USD					
	22 mei 2003 tot 30 augustus 2013*			2013 YTD (30 augustus 2013)			22 mei 2003 tot 30 augustus 2013*			2013 YTD (30 augustus 2013)		
	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement
<b>Profiel 1</b>	54,9	64,4	6,1	0,9	0,2	-0,7	51,5	66,3	9,7	-1,6	-1,3	0,2
<b>Profiel 2</b>	58,2	68,5	6,5	1,9	1,5	-0,4	58,6	72,8	8,9	0,2	0,6	0,4
<b>Profiel 3</b>	73,6	94,4	11,9	3,0	2,8	-0,2	80,5	101,0	11,3	1,9	2,4	0,5
<b>Profiel 4</b>	78,1	99,0	11,7	4,5	4,3	-0,2	89,5	108,1	9,8	4,2	4,5	0,3
<b>Profiel 5</b>	88,1	112,9	13,2	6,0	5,4	-0,5	103,4	124,3	10,3	6,5	6,1	-0,4
<b>Profiel 6</b>	91,7	115,8	12,6	7,1	6,2	-0,8	110,5	129,0	8,8	8,3	7,3	-0,9

\* 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' groepprofiel.



# Assetallocatie

In the long run, men hit only  
what they aim at.  
Henry David Thoreau

Global Investment Committee Private Banking

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

Assetallocatie				Profiel 1: (%) zeer defensief			Profiel 2: (%) defensief			
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	60	31	+26	5	0	70	14	+9
Obligaties*	90	40	100	61	-29	70	30	85	49	-21
Aandelen	0	0	10	0		15	0	30	24	+9
Alternatieve beleggingen	5	0	10	8	+3	10	0	20	13	+3
Funds of hedge funds	5			8	+3	5			8	+3
Vastgoed	0			0		3			3	0
Grondstoffen	0			0		2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Assetallocatie	Profiel 3: (%) matig defensief					Profiel 4: (%) matig offensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	9	+4	5	0	70	7	+2
Obligaties*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16
Aandelen	30	10	50	44	+14	50	20	70	64	+14
Alternatieve beleggingen	10	0	20	10	0	10	0	30	10	0
Funds of hedge funds	5			5	0	5			5	0
Vastgoed	3			3	0	3			3	0
Grondstoffen	2			2	0	2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Assetallocatie				Profile 5: (%) offensief		Profile 6: (%) zeer offensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	1	-4	5	0	60	0	-5
Obligaties*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0	
Aandelen	70	30	90	85	+15	85	40	100	95	+10
Alternatieve beleggingen	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Funds of hedge funds	5			0	-5	5			0	-5
Vastgoed	3			3	0	3			3	0
Grondstoffen	2			2	0	2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

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

# Medewerkers

## Members of the ABN AMRO Bank Global Investment Committee

<b>Didier Duret</b>	didier.duret@nl.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 Fontaine</b>	wim.fontaine@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 Neufilze 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>Hans van Cleef</b>	hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Head Macro Research  
Coordinator FX and Commodity Strategy  
Energy Economist

## Bond Research & Strategy Team

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

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

## Equity Research & Strategy Team

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

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

## Sustainable Development

<b>Vincent van Assem</b>	vincent.van.assem@nl.abnamro.com
--------------------------	----------------------------------

Senior Advisor

## 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

## Quantitative Analysis and Risk Management

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

Head Investment Risk  
Quantitative and Risk Analyst  
Quantitative and Risk Analyst

## Investment Communications

Het Global Investment Communications team is verantwoordelijk voor de totstandkoming van deze publicatie.  
Heeft u vragen/opmerkingen? Stuur dan een e-mail naar [I-Comms.Global@nl.abnamro.com](mailto:I-Comms.Global@nl.abnamro.com).

## Disclaimers

© Copyright 2013 ABN AMRO Bank N.V. en verbonden maatschappijen ("ABN AMRO"), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / Postbus 283, 1000 EA Amsterdam, Nederland. Alle rechten voorbehouden. Dit materiaal is opgesteld door het Investment Advisory Centre (IAC) van ABN AMRO. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie beschikbaar gesteld en vormt geen aanbod tot het verkopen of uitnodiging tot het kopen van effecten of andere financiële instrumenten. Hoewel dit materiaal is gebaseerd op informatie die betrouwbaar wordt geacht, wordt geen garantie gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan. Hoewel wij ernaar streven de hierin opgenomen informatie en opinies naar redelijkheid te actualiseren, kan dit door regelgeving, compliancevoorschriften of andere oorzaken niet mogelijk zijn. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarderingen en koersdoel(en) gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving. De beleggingen waarnaar in dit materiaal wordt verwezen, zijn mogelijk niet geschikt voor de specifieke beleggingsdoelstellingen, financiële positie, kennis, ervaring of individuele behoeften van de verkrijgers van dit materiaal en de informatie in dit materiaal dient niet te worden gebruikt in plaats van een onafhankelijk oordeel. ABN AMRO of haar functionarissen, 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**

Pheabe Chau

pheabe.chau@sg.abnamro.com

### Caraïben

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

Edward Laurier

edward.laurier@meespierbank.com



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

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

[www.abnamroprivatebanking.com](http://www.abnamroprivatebanking.com)