



verder herstel in 2015





Inhoud

Verder herstel in 2015	2
Waak voor extreme risico's	3
Sterker mondiaal herstel in 2015	4
Angst voor deflatie wordt overdreven	5
Centrale banken volgen elk eigen pad	6
Hoe gaan we om met geopolitieke risico's?	7
Winsten cruciaal voor rendement 2015	8
Vizier op de toekomst: aandelenthema's	9
Economisch herstel drijft sectoren	10
Sectortabel aandelen	11
Obligaties: weinig speelruimte in 2015	12
Tijd voor actief obligatiebeheer	13
Bredere kansen voor hedge funds	14
Vastgoed: inkomsten en spreiding	15
Oliemarkt: zoeken naar nieuw evenwicht	16
Ruimte voor verdere dollarstijging	17
Evaluatie rendementen in 2014	18
Prognoses	19
Assetallocatie overzicht	20
Assetallocatie profielen	21
Medewerkers	22
Notities	24

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

Verder herstel in 2015



Didier Duret

Didier Duret

Chief Investment Officer
ABN AMRO Private Banking

december 2014



Ben Steinebach

Ben Steinebach

Hoofd Beleggingsstrategie
ABN AMRO MeesPierson
Nederland

december 2014

Gereed voor groei

De wereldeconomie zal in 2015 groeien, zo verwachten we. Het herstel dat zich nu in de VS aftekent, zal zich verbreden en ook Japan en de eurozone bereiken. Lagere energiekosten zullen gunstig uitpakken voor zowel consumenten als ondernemingen. Een verzwakking van de euro en de Japanse yen zal bovendien een welkome aanvulling zijn op het verruimende monetaire beleid zoals dat inmiddels gevoerd wordt door zowel de Europese Centrale Bank (ECB) als de Bank of Japan.

In het huidige beleggingsbeleid van ABN AMRO MeesPierson zijn aandelen sterk overwogen. De overweging van aandelen – met name aandelen uit Europa en Aziatische opkomende markten – komt niet alleen voort uit het feit dat deze beleggingscategorie al geruime tijd meer rendement oplevert dan obligaties. Ook het verwachte herstel van de bedrijfswinsten is een factor van belang. Het samenvallen van een economische groeiversnelling, lagere energieprijzen en een aantrekkelijke dollar zal de winstgevendheid van bedrijven het komend jaar ondersteunen. Portefeuillespreiding kan onder meer gerealiseerd worden via vastgoed, alsmede via event-driven en long/short equity hedge funds.

De tijden waarin met kwaliteitsstaatspapier en investment-grade obligaties op een simpele manier rendement te behalen was, zijn voorbij. In onze assetallocatie zijn obligaties dan ook onderwogen. Wel kunnen obligaties – ondanks de lage rendementen – als stootkussen dienen, in het geval van scherpe correcties op de aandelenmarkten. Door te beleggen in investment-grade en high-yield obligaties, alsmede obligaties uit de Europese periferie, kan een portefeuille beter bestand gemaakt worden tegen rente- en liquiditeitsrisico.

Voor 2015 dienen we rekening te houden met risico's en tegenvallers, waaronder internationale spanningen. Perioden van marktvolatiliteit en -correcties zijn dan ook geenszins uit te sluiten. Beleggers kunnen zich voorbereiden op dergelijke perioden, door posities te spreiden over sectoren, obligatie-emittenten en geografische ligging.

ABN AMRO MeesPierson werkt deze aanbevelingen uit op de hiernavolgende pagina's. Uw beleggingsadviseur is u graag van dienst bij het samenstellen van een portefeuille waarmee u voorbereid bent op de ontwikkelingen in het nieuwe jaar.

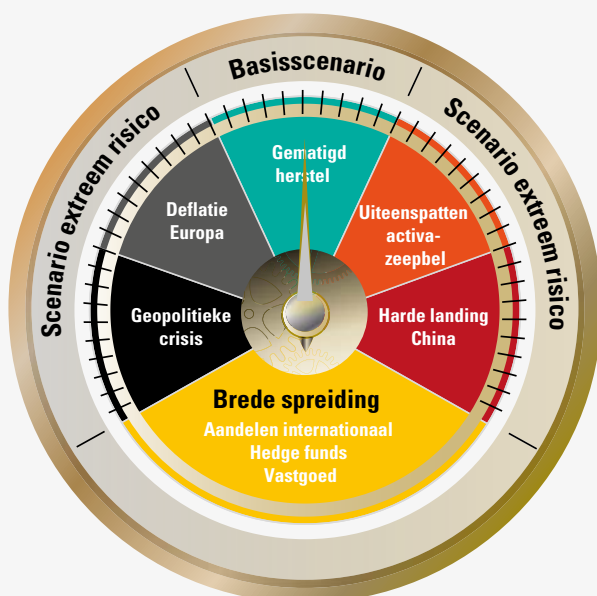
Verder herstel in 2015

Met gestage tred zet het economisch herstel zich voort. Meerdere factoren zorgen hierbij voor extra wind in de zeilen, wat resulteert in een geleidelijke afname van risico's. Aandelen, te midden van een goed gespreide portefeuille, vormen wat ons betreft nog steeds de basis voor rendement.

Het nieuwe jaar komt snel dichterbij. De voortekenen zijn gunstig: er zijn verschillende positieve krachten aan het werk, leidend tot een evenwichtig economisch herstel. Lage olieprijsen fungeren als een enorme belastingverlaging. De aantrekkelijke dollar maakt dat het gunstige momentum niet beperkt blijft tot de VS alleen. In Europa wordt minder fors bezuinigd en wereldwijd doen centrale banken er alles aan om het economisch herstel niet voor de voeten te lopen. Lagere inputprijzen en afgenomen financieringskosten vormen niet alleen een stimulans voor de consumenten-uitgaven maar komen ook de winstmarges ten goede, wat positief is voor de aandelenwaarderingen. Mede dankzij deze positieve ontwikkelingen kan de wereldeconomie in 2015 een groei van 3,8% tegemoet zien.

Europese aandelen en aandelen uit opkomende markten – wij hanteren een overweging voor beide regio's – zijn momenteel interessant. Ingrijpende trends binnen de sectoren IT en gezondheidszorg komen het momentum in de VS (neutraal) ten goede. Het vooruitzicht van hogere rentes en economische haperingen in Europa kunnen leiden tot vlagen van volatiliteit. Maar dit zijn dreigingen waar we al bekend mee waren. De minder grijpbare risico's liggen, zo denken wij, onder andere op het geopolitieke front.

Verder herstel in 2015



Bron: ABN AMRO

Trends

- ▶ **Economische groei zal naar verwachting versnellen.** Lagere prijzen in de energie-industrie zijn een impuls voor besteedbaar inkomen; hogere dollar doet groei uitwaaieren over andere regio's; afnemende bezuinigingen ondersteunen de vraag.
- ▶ **Centrale banken houden wakend oog over groei.** Renteverhogingen VS zullen door de Fed zorgvuldig worden doorgevoerd. De ECB en de Bank of Japan doen wat zij kunnen om de groei te stimuleren.
- ▶ **Lagere olieprijsen komen winstmarges ten goede.** Vervolgens zal ook het herstel van de wereldeconomie leiden tot winstgroei.

Uitdagingen

- ▶ **Deflatoire krachten in Europa.** Hoge overheidsschulden, schuldenafbouw en toenemende reguleringskosten hebben drukkend effect op groei.
- ▶ **Nationale politiek en geopolitieke ontwikkelingen zijn 'wild cards'.** Verkiezingen in Europa brengen het risico van afscheidingen met zich mee; het risico van regionale conflictescalatie in Oekraïne kan toenemen, dit hangt af van Ruslands opstelling en van mogelijke economische tegenvallers in de regio.
- ▶ **De agressieve acties van centrale banken** leiden tot kunstmatige koersvorming op de obligatiemarkten. Hierdoor ontstaat het risico dat teveel kapitaal naar de verkeerde beleggingscategorieën stroomt, wat correcties in de hand werkt.

Kansen

- ▶ **Blootstelling aan geopolitieke risico's kan verminderd worden** door te beleggen in aandelen uit verschillende regio's. Aandelen uit Europa en de opkomende markten zijn aantrekkelijk gewaardeerd en profiteren van het economisch herstel.
- ▶ **Globalisering en innovatie** zijn trends die gunstig uitpakken voor aandelen die gelinkt zijn aan beleggings-thema's (automatisering, online shopping et cetera).
- ▶ **Rendementen kunnen beschermd worden** via brede spreiding over regio's, sectoren, emittenten en valuta's, en door long/short equity hedge funds in de portefeuille op te nemen.
- ▶ **De sectoren IT en gezondheidszorg** zullen profiteren van een breder economisch herstel.
- ▶ **Obligaties uit de Europese periferie en specifieke high-yield obligaties** kunnen rendement opleveren.
- ▶ **De Amerikaanse dollar trekt aan.** Tussentijdse koersdalingen kunnen aangegrepen worden als instapmoment.

Didier Duret – Chief Investment Officer

Waak voor extreme risico's

- Basisscenario: lage inflatie, gematigde groei en vlagen van volatiliteit
- Onwaarschijnlijke, extreme gebeurtenissen kunnen grote marktimpact hebben
- Brede spreiding kan impact extreme marktbevingen verkleinen

In ons basisscenario – het marktklimaat dat wij voor 2015 het meest waarschijnlijk achten – rekenen wij op lage inflatie en een gematigde economische groei. We verwachten dat er perioden van volatiliteit zullen zijn, met name gelinkt aan renteverhogingen in de VS. Maar er zijn grotere risico's: gebeurtenissen die zich waarschijnlijk niet zullen voordoen, maar die een grote impact hebben als zij wél plaatsvinden. Hoewel dergelijke extreme scenario's in 2015 waarschijnlijk geen werkelijkheid worden, kunnen ze ertoe leiden dat de aandelenmarkten 20% dalen als zij zich wél voordoen. Bovendien kan ook de angst voor dergelijke risico's leiden tot volatiliteit. Wij hebben vier 'alternatieve' scenario's vastgesteld:

- ▶ Deflatie in eurozone
- ▶ Conflictescalatie
- ▶ Harde landing in China
- ▶ Uiteenspatten activazeepbel

Deflatie in eurozone

De kwetsbaarheid van de economie geeft aanleiding tot het scenario van aanhoudende deflatie in de eurozone. Deflatie kan onder meer veroorzaakt worden door een negatieve loon-prijsspiraal of een star valutabeleid in de eurozone. Maar zoals te lezen valt in de bijdrage (zie pagina 5) van Han de Jong, hoofdeconoom van ABN AMRO, wordt het deflatierisico door velen te hoog ingeschat. Centrale banken staan gereed om de deflatie te bestrijden; bovendien is de situatie op de arbeidsmarkt aan het verbeteren. Wij verwachten dat in 2015 een nieuwe crisis in de eurozone vermeden kan worden.

Conflictescalatie

Sinds maart heeft het scenario van een geopolitieke crisis – voortvloeiend uit een sterke escalatie van het Oekraïne-conflict – een drukkend effect op de markt gehad, zij het in wisselende mate. Bij het inschatten van de kans dat de situatie in Oekraïne escaleert tot een breder conflict dienen we de internationale betrekkingen in ogenschouw te nemen. Daarbij dienen we ons te realiseren dat naarmate de crisisituatie ernstiger wordt, de impact ervan onevenredig sterk toeneemt. De centrale vraag vanuit economisch perspectief: is de wereldeconomie veerkrachtig genoeg om een dergelijke externe schok aan te kunnen? Wij menen van wel. Kijkend naar de internationale betrekkingen stellen we vast dat het Oekraïne-conflict geleid heeft tot een ingrijpende verschuiving van de status quo. Toch is er buiten Oost-Europa geen sprake geweest van grote marktcorrecties.

Harde landing in China

De angst voor een harde landing van de Chinese economie – dat wil zeggen: een scherpe groeivertraging of een recessie – heeft de gemoederen in de afgelopen 15 jaar steeds opnieuw beziggehouden. De redenering die aan deze angst ten grondslag ligt, is dat speculatie op de Chinese huizenmarkt en een toename van het aantal wanbetalingen op leningen ertoe zouden leiden dat veel vastgoedondernemingen failliet gaan. Als de Chinese autoriteiten er niet in slagen om de overgang naar een grotere binnenlandse economie tot een goed einde te brengen, zou dat ook kunnen resulteren in een harde landing. Maar tot dusver zijn deze risico's beheersbaar gebleven, omdat de Chinese overheid de touwtjes stevig in handen heeft en een contra-cyclisch beleid voert om een scherpe groeivertraging tegen te gaan.

Uiteenspatten activazeepbel

Een fase waarin activa – bijvoorbeeld aandelen – onrealistische niveaus bereikt hebben kan gevolgd worden door een sterke marktcorrectie (en het uiteenspatten van activazeepbellen). In dat geval zouden de belangrijke centrale banken hun beleid volledig moeten omgooien. Beleidsrentes zouden agressief verhoogd moeten worden, wat zou leiden tot een scherpe correctie op de aandelenbeurzen, beleggers die zich gedwongen zien om posities af te bouwen en een liquiditeitscrisis.

Het marktsentiment kan van tijd tot tijd sterk afwijken van de fundamentele trend. Risico's zijn obstakels die niet altijd te vermijden zijn op de weg richting herstel. Het grootste gevaar schuilt in de risico's die onverwachts optreden en onvoorspelbaar zijn. Toch is het van belang om bij het samenstellen van een portefeuille na te denken over (negatieve) alternatieve scenario's. Gedegen spreiding is het beste verdedigingswapen: met een goed gespreide portefeuille kan de impact van extreme en onwaarschijnlijke gebeurtenissen afgezwakt worden.

Didier Duret – Chief Investment Officer

Sterker mondiaal herstel in 2015

- VS zal profiteren van hogere consumentenuitgaven en bedrijfsinvesteringen
- Lagere olieprijs en zwakkere euro geven Europa een impuls
- Risico's: deflatie Europa, hogere rente VS, geopolitieke spanningen

Het jaar 2014 zal de geschiedenisboeken in gaan als een jaar waarin de ontwikkeling van de wereldeconomie wederom achterbleef bij de verwachtingen. De Amerikaanse economie presteerde goed, maar de eurozone, Japan, China en vele andere opkomende economieën hadden het moeilijk. Terwijl het jaar vorderde, nam het pessimisme toe. Toch zal de wereldeconomie aan het einde van 2014 slechts iets minder sterk gegroeid zijn dan trendmatig te verwachten was. Wij concluderen dan ook, dat de situatie niet zo somber was als veel marktcommentatoren beweerden.

Geleidelijk wordt merkbaar dat Europa in een aantal opzichten de wind mee heeft. In de afgelopen maanden is de olieprijs sterk gedaald, doordat de vraag lager was verwacht terwijl de productie juist opliep. De geschiedenis toont aan, dat lagere olieprijsen gunstig zijn voor de economische groei in Europa en andere olie-importerende landen en voor de wereldeconomie als geheel. Als de olieprijs USD 10 daalt, neemt de groei van de wereldeconomie naar schatting met 0,3% toe. De realiteit is, dat de prijsdaling dubbel zo groot is geweest.

Ook de aanzienlijke afname van de financieringskosten die we in de, pakweg, afgelopen 12 maanden hebben gezien, komt ten goede aan de Europese economie. De verzwakking van de euro is eveneens positief. Ondertussen lijken de zwaarste overheidsbezuinigingen achter de rug te zijn en zal de ECB wellicht extra stimuleringsmaatregelen introduceren. Bovendien dalen de huizenprijzen in sommige landen niet meer, wat inhoudt dat de woningmarktcorrectie geen sterk drukkend effect meer heeft op de economische groei. De kredietverstrekking, ten slotte, neemt weer toe. De kredietvraag groeit enigszins en banken in de eurozone zijn voorzichtig begonnen met het versoepelen van hun leningscriteria. Dit proces begon al voordat de resultaten van de activakwaliteitstoets (Asset Quality Review; AQR) en stresstests voor banken bekend waren gemaakt. Uiteraard heeft Europa nog altijd een groot aantal horden te nemen. Maar qua cyclische prognose voor 2015 lijkt gematigd optimisme volledig gerechtvaardigd te zijn.

In de VS presteerde de economie relatief goed in 2014; naar verwachting zal het momentum daar in 2015 toenemen. Het herstel verbreedt zich. De situatie op zowel de arbeids- als de huizenmarkt blijft verbeteren. Daarnaast hebben privéhuishoudens en banken hun financiële zaken beter op orde; de balansen van bedrijven verkeerden al in goede staat. Het is dan ook geen verrassing dat de indicatoren voor consumentenvertrouwen (zie grafiek) en ondernemersvertrouwen aan het verbeteren zijn. Al deze factoren vormen de basis voor

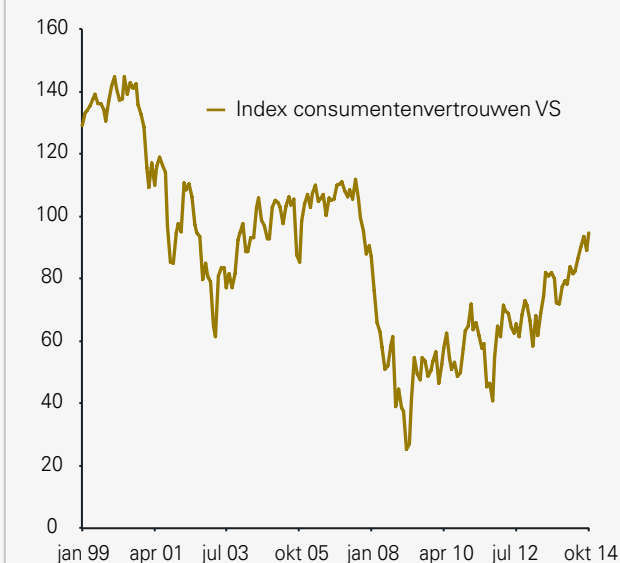
hogere consumentenuitgaven en bedrijfsinvesteringen in de VS in 2015.

Een lagere olieprijs zal ook gunstig uitpakken voor Japan, evenals een lagere yen in 2015. Daarnaast geloven we dat de Japanse overheid er met haar actieve houding in zal slagen een bescheiden economische groei zeker te stellen en het land te behoeden voor deflatie. Voor de opkomende economieën verwachten we in 2015 niet veel anders dan we gezien hebben in 2014. Het verschil zal zijn dat de VS en de eurozone naar verwachting sterker zullen groeien; dit zal ook de opkomende markten ten goede komen.

Hoewel wij een relatief optimistische visie hanteren, zijn er uiteraard risico's die roet in het eten kunnen gooien. Aanhoudende, pijnlijke deflatie in de eurozone is zeer onwaarschijnlijk maar kan niet geheel worden uitgesloten. Daarnaast zal de Amerikaanse Federal Reserve in 2015 beginnen met het verhogen van de rente, wat kan leiden tot volatiliteit op de financiële markten. Als monetaire unie blijft de eurozone bovendien kwetsbaar voor interne spanningen en een mogelijk oplaaien van de financiële crisis. Verder kunnen we niet uitsluiten dat geopolitieke spanningen een negatieve impact zullen hebben op de wereldeconomie. Maar ondanks deze risico's zijn wij van mening dat we afkoersen op een breder en solide herstel van de mondiale economie in 2015.

Economisch Bureau
Han de Jong – Hoofdeconoom ABN AMRO

Consumentenvertrouwen VS herstelt



Bron: Thomson Reuters Datastream

Angst voor deflatie wordt overdreven

- Er is 'goede' en 'slechte' deflatie
- Lagere olieprijs steunen 'goede' deflatie
- Groeiende werkgelegenheid is positief teken voor de eurozone

De angst voor deflatie neemt toe. Vooral in de eurozone, waar de inflatie ver onder de ECB-doelstelling van 2% ligt. Wij denken dat deze angst overdreven is.

Het is wellicht zinvol om een onderscheid te maken tussen 'goede' en 'slechte' deflatie. Goede deflatie houdt in dat het algehele prijspeil daalt als gevolg van productiviteitsverhogingen of lagere inputkosten (zoals olie) terwijl de inkomens gelijk blijven of zelfs toenemen. In een dergelijke situatie bieden de reële inkomens steun aan de consumptieve bestedingen. Slechte deflatie ontstaat wanneer zowel prijzen als inkomens dalen. Dit wordt veroorzaakt door een afnemende vraag, waardoor producenten hun prijzen verlagen om de omzet te verhogen. Omdat de winst onder druk staat, zien producenten zich gedwongen om ook de lonen te verlagen. Als de lonen in de hele economie naar beneden gaan, neemt de totale vraag verder af en moeten bedrijven hun prijzen en lonen verder verlagen. Zo ontstaat er een negatieve spiraal, waarbij de economie krimpt en bestaande schulden in reële termen toenemen.

In tegenstelling tot wat veel mensen denken, zijn er niet veel voorbeelden van langdurige slechte deflatie. De Grote Depressie is een bekend voorbeeld. Japan worstelt sinds halverwege de jaren negentig van de 20^e eeuw met deflatie en er wordt al gesproken over het 'Japanse scenario' als een risico voor Europa. Verondersteld wordt dat dit zeer nadelige gevolgen zal hebben. Wij kunnen moeilijk positief zijn over de ontwikkeling van de Japanse economie in de laatste twee decennia, maar feit is wel dat de Japanse economie per saldo licht is gegroeid en dat de levensstandaard in Japan hoog is. Een buitenlandse bezoeker krijgt niet de indruk dat het land zich al 20 jaar in een zware crisis bevindt.

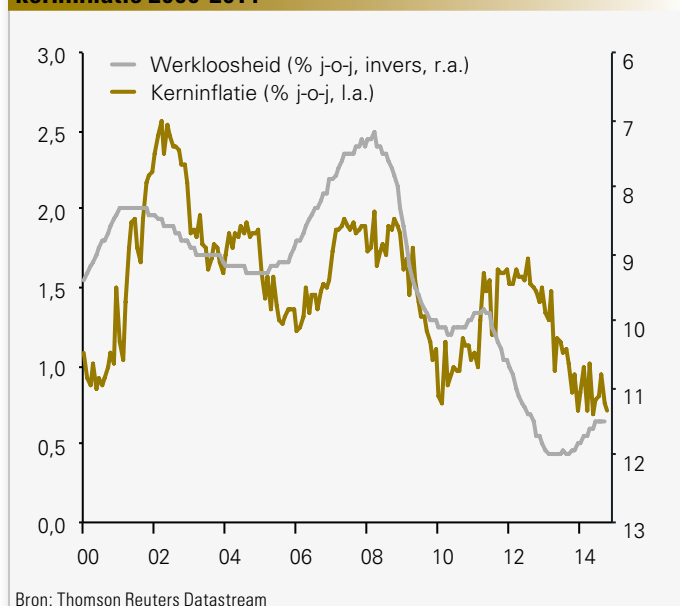
Japan belandde in deflatie nadat de waarde van de yen in tien jaar tijd was verdrievoudigd, de vastgoedprijzen jarenlang scherp waren gedaald en de aandelenmarkt sterk was ingezakt. Bovendien was de werkloosheid gestegen in de jaren voordat deflatie de kop opstak. Demografische factoren en de opkomst van China zorgden voor extra deflatoire druk op Japan.

De situatie in Europa is volledig anders, al is er geen garantie dat het deflatiespook Europa links laat liggen. De arbeidsmarkt lijkt hier van cruciaal belang te zijn. Dalende inkomens zijn een belangrijk ingrediënt van slechte deflatie. Bij een hoge en almaar stijgende werkloosheid dalen doorgaans de lonen. Hier is enig optimisme op zijn plaats. De werkloosheid in de eurozone is in 2014 gaan dalen (zie grafiek). Hierdoor is de kans op slechte deflatie aanzienlijk afgenomen.

Centrale banken, en met name de ECB, hebben onlangs benadrukt dat de daling van de inflatieverwachtingen een self-fulfilling prophecy kan worden. Wij denken dat de daling volledig te danken is aan de lagere olieprijs. En dat zou geen slechte maar goede deflatie inhouden. Hoewel de angst voor deflatie volgens ons wordt overdreven, kan deflatie niet worden uitgesloten. Centrale banken, en opnieuw met name de ECB, moeten dus alert blijven. Wij denken dat in 2015 de ECB en andere centrale banken erin zullen slagen om langdurig slechte deflatie buiten de deur te houden.

Economisch Bureau
Han de Jong – Hoofdeconoom ABN AMRO

Eurozone: veranderingen in werkgelegenheid bepalend voor kerninflatie 2000-2014



Centrale banken volgen elk eigen pad

- Fed start renteverhogingen waarschijnlijk halverwege 2015
- Geleidelijke rentestijgingen VS geen grote bedreiging voor economie
- Opkoopbeleid ECB wordt naar verwachting verbreed

Het obligatieopkoopprogramma van de Federal Reserve is eind oktober stopgezet. Op dat moment waren de maandelijkse aankopen al gereduceerd tot een bedrag van USD 15 miljard, vanaf een hoogtepunt van USD 85 miljard in 2013. Fed-functionarissen hebben verklaard, de rente voor een aanzienlijke periode ongemoeid te zullen laten. Wij verwachten dat de Fed halverwege 2015 zal beginnen met het opschroeven van de rente, waarbij de rente in drie stappen van elk 25 basispunten verhoogd wordt. Waarschijnlijk zal de Fed in 2016 tot sterkere renteverhogingen overgaan.

Binnen de financiële markten is onze visie nog geen gemeengoed. Maar wij denken dat de stapsgewijze renteverhogingen geen grote bedreiging vormen voor de economie en voor de markten. Kijkend naar renteverhogingscycli in het verleden, stellen we vast dat de Amerikaanse economie goed kan blijven presteren in een periode van oplopende rentes (zie grafiek). Bovendien stelt de lage inflatie de Fed in staat om de monetaire stimulering voorzichtig terug te draaien, in een tempo dat de economische groei niet in gevaar brengt.

Wereldwijd verruimingsexperiment

De Fed heeft een buitengewoon verruimend monetair beleid gevoerd. De Amerikaanse centrale bank heeft haar balans laten groeien tot bijna USD 4,5 biljoen, waar de balansomvang vóór de financiële crisis nog geen USD 1 biljoen bedroeg. Maar het grote wereldwijde verruimingsexperiment is nog niet ten einde.

De Bank of Japan heeft de financiële markten verrast door een verruimender beleid aan te kondigen. De Japanse centrale bank gaat nu een opkoopprogramma voeren met een omvang van JPY 80 biljoen per jaar. We hebben het hier over forse monetaire verruiming: USD 60 miljard per maand. Dit bedrag is niet veel lager dan de maandelijkse steunaankopen door de Fed in 2013, terwijl de Japanse economie een beperktere omvang heeft. De acties van de Bank of Japan maken duidelijk dat de centrale bank vastbesloten is om voorgoed af te rekenen met deflatie. Hoewel er in Japan inmiddels sprake is van inflatie, ligt het inflatiepeil nog altijd laag. Bovendien is de Japanse economie dit jaar in een recessie beland.

De ECB en het biljoen-euro-plan

De ECB is inmiddels bezig met het opkopen van gedekte obligaties en heeft ook een begin gemaakt met het opkopen van zogenoemde asset-backed securities. Daarnaast heeft de centrale bank acht TLTRO's (targeted long-term

refinancing operations) geïntroduceerd; deze leningen zijn bedoeld om banken van goedkope, langlopende financiering te voorzien, ten behoeve van de kredietverlening aan vooral het mkb.

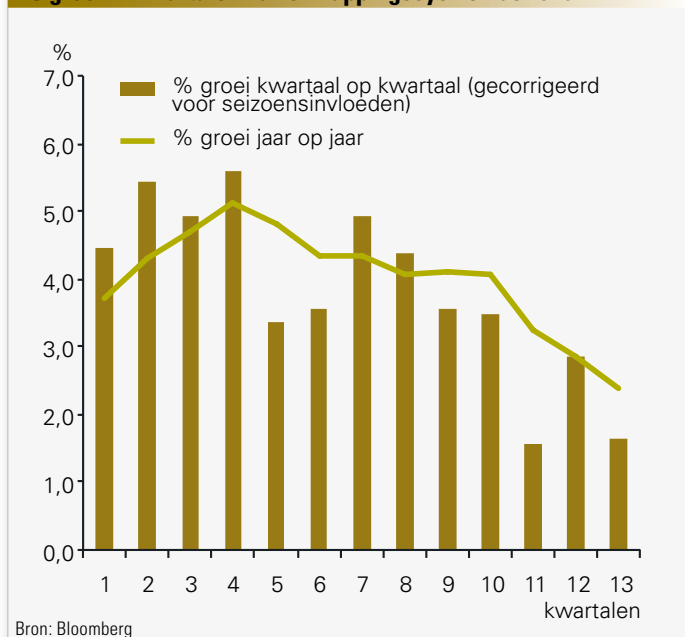
Het is goed mogelijk dat het niet bij deze maatregelen blijft. De eurozone-economie laat weliswaar een bescheiden groei zien, maar macrocijfers over de afgelopen maanden waren teleurstellend. Bovendien zal de inflatie waarschijnlijk erg laag blijven, als gevolg van de daling van de olieprijs. In de loop van 2015 kan een verzwakking van de euro leiden tot een inflatietoename, maar hoge inflatie voorzien wij niet. En hoewel het deflatierisico gering is, zijn langere perioden van zeer lage inflatie evenmin wenselijk. Wij verwachten dan ook dat de ECB het huidige maatregelenpakket zal gaan uitbreiden. Al met al zou de balans van de ECB kunnen groeien tot EUR 1 biljoen.

Het stokje doorgeven

De beëindiging van het obligatieopkoopprogramma door de Fed betekent allerminst het einde van de monetaire verruiming wereldwijd. De Fed heeft het stokje doorgegeven aan de Bank of Japan en de ECB. Dit betekent dat de liquiditeit in het mondiale financiële systeem voorlopig overvloedig zal blijven.

Economisch Bureau
Nick Kounis – Hoofd Macroresearch

VS groei in kwartalen na verkrappingscycli sinds 1976



Hoe gaan we om met geopolitieke risico's?

- Houd rekening met potentiële schokken als gevolg van onverwachte gebeurtenissen
- Slepende nationale conflicten houden naar verwachting aan in 2015
- Brede spreiding kan bescherming bieden tegen geopolitieke risico's

In 2015 kunnen geopolitieke gebeurtenissen en – in Europa – ontwikkelingen in de nationale politiek marktvolatiliteit veroorzaken. Dergelijke gebeurtenissen worden breed, en soms te breed, uitgemeten in de media. Daarom is het van belang om ze objectief te beoordelen. Wij denken dat een beleggingsportefeuille die breed gespreid is over landen, regio's, emittenten en valuta's de beste verdediging biedt tegen schokken die voortvloeien uit politieke conflicten.

Europese politiek: kleine rimpelingen

Verkiezingen in Griekenland en Portugal, het Brits referendum over het EU-lidmaatschap, de opkomst van radicale partijen in Europa: het zijn allemaal complicerende factoren voor het nationaal economisch beleid in 2015.

Ook de binnenlandse politiek kan met noodzakelijke maar impopulaire hervormingen roet in het eten gooien, wat mogelijk een verlamme uitwerking heeft op de economische en politieke agenda van de EU. Wij denken dat het effect hiervan op de financiële markten beperkt is. De Europese obligatiemarkten blijven waarschijnlijk in de greep van onconventionele ECB-steun, terwijl de genoemde risico's al voor een groot deel in de aandelenkoersen zijn verdisconteerd. Sinds de crisis vormen politieke risico's in Europa namelijk een fenomeen dat inherent is aan de samenwerking in EU-verband.

Geopolitiek: onverwachte schokken mogelijk

De westerse wereld blijkt de 21^e eeuw te zijn ingegaan met een te groot vertrouwen in het universele karakter van de democratie. Dit vertrouwen werd al op 11 september 2001 op de proef gesteld. Verser in het geheugen ligt de Arabische lente, waardoor de nationale, religieuze en sociale context in het Midden-Oosten veel complexer is geworden. En recent heeft het conflict rond Oekraïne gezorgd voor spanningen, met als resultaat een status quo tussen het Westen en Rusland die doet denken aan de Koude Oorlog. Kortom, geopolitieke spanningen vormen de nieuwe realiteit.

De westerse economieën en de financiële markten zijn relatief immuun gebleven voor de directe gevolgen van de recente geopolitieke onrust. Dit is vooral te danken aan het overvloedige energieaanbod. Gemeten op een vereenvoudigde schaal van Richter voor geopolitieke schokken (zie afbeelding) moet de situatie in Oekraïne bestempeld worden als multilokale spanning: lokale spanningen die zich in meer dan één regio manifesteren. De kans bestaat echter dat de spanningen escaleren tot een multilokaal conflict. Zelfs als de westerse mogendheden geen militair ingrijpen overwegen, hangt er voor de EU-landen een prijskaartje

aan verdere sancties. Die kunnen namelijk verdere druk zetten op het broze herstel van de eurozone. In ons basis-scenario gaan wij ervan uit dat de nationale conflicten in 2015 aanhouden en dat een lange periode van minstens 5 tot 10 jaar van regionale spanningen aanbreekt.

Om (geo)politieke risico's in portefeuilles te beperken, raden wij scenarioanalyse en spreiding aan. Spreiding kan met name worden gerealiseerd via:

- ▶ Niet-Europese emittenten van obligaties
- ▶ Vreemde valuta's (zoals de Amerikaanse dollar)
- ▶ Breed pakket internationale aandelen
- ▶ Volatiliteitsinstrumenten (kopen wanneer volatiliteit gering is)
- ▶ Hedge funds ter afdekking van restrisico's

Didier Duret – Chief Investment Officer

Richterschaal voor internationale spanningen en conflicten



Bron: ABN AMRO

Winsten cruciaal voor rendement 2015

- Bedrijfswinst aanjager van rendement in 2015
- Europese aandelen in startblokken voor outperformance
- Spreiding via opkomende markten blijft interessant

Toenemende bedrijfswinsten vormen in 2015 waarschijnlijk dé drijvende kracht achter de aandelenmarkten. Dalende energiekosten, lage rentes, een verzwakkende euro en extra stimuleringsmaatregelen van de ECB zullen de winsten van ondernemingen ten goede komen, zo verwachten we. Daarnaast voorzien we een toename van de economische groei in 2015; ook dit kan de aandelenmarkten een impuls geven.

Betere winstprognoses Europa

Sterkere economische groei zal volgend jaar naar verwachting leiden tot stijgende bedrijfswinsten. Bedrijven zullen hun omzetten zien toenemen, als gevolg van een hogere eindvraag. Een verdere margestijging, met name in Europa, zal daarbij een positieve impact hebben op de winst. In de VS zien we al dat de marges boven het historisch gemiddelde liggen; dit kan voorlopig zo blijven, dankzij lagere energie- en grondstoffenkosten, lage rentestanden en beperkte loonstijgingen. Marges in Europa liggen momenteel rond het historisch gemiddelde en hebben derhalve meer ruimte om te stijgen. Daar komt nog bij dat een verzwakking van de euro de concurrentiepositie van Europese bedrijven ten goede zal komen. De huidige waarderingsniveaus vormen voor ons eveneens een reden om Europese aandelen te overwegen: Europese aandelen (koers/winstverhouding 13,7 x de verwachte winst in 2015) zijn aantrekkelijker gewaardeerd dan hun Amerikaanse tegenhangers (koers/winstverhouding 15,3 x de verwachte winst in 2015). Geopolitieke onzekerheid, twijfel over de ontwikkeling van de economische groei en tegenvallende winsten hebben ertoe geleid dat de rendementen op Europese aandelen zijn achtergebleven bij de bredere markt; wij verwachten dat dit in 2015 gaat veranderen. In november hebben wij onze overweging van Europese aandelen uitgebreid, ten koste van aandelen uit opkomende markten.

Spreiding en groei via opkomende markten

Gezien hun lage waarderingsniveaus (koers/winstverhouding 10,6 x de verwachte winst in 2015), zowel in vergelijking met ontwikkelde markten als in historisch perspectief, zouden aandelen uit opkomende markten een buffer moeten vormen tegen het risico van rentestijgingen in de VS in 2015. Opkomende economieën in Latijns-Amerika, Centraal- en Oost-Europa blijven worstelen met lage grondstoffenprijzen. Om die reden geven wij de voorkeur aan opkomend Azië: in die regio zien we bovendien signalen die duiden op economische groei, met name in China en India.

Aandelen favoriete beleggingscategorie in 2015

Ten slotte: hoewel bepaalde risico's nog niet geweken zijn, hebben wij er vertrouwen in dat beleggers in 2015 een voorkeur blijven houden voor aandelen. Lage rentestanden (en het daaruit voortvloeiende lage rendement op spaargeld), een verbeterende winstgroei en een aantrekkelijke relatieve waardering doen vermoeden dat het rendement op aandelen komend jaar positief zal zijn. Wereldwijd gezien verwachten wij hoge, enkelcijferige rendementen op aandelen; deze percentages liggen in de buurt van de verwachte winstgroei. In de VS kunnen de aandelenrendementen, zo denken wij, ietwat onder de winstgroeioprognose van 9% uitkomen; in Europa kunnen de rendementen iets hoger liggen dan de verwachte winstgroei van 11%.

Equity Strategy & Portfolio Management
Sybren Brouwer – Hoofd Aandelenresearch

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbevelingen
Aandelen Overwogen	Winsten belangrijkste aanjager van aandelenmarkten in 2015.	Focus op groeigeoriënteerde sectoren.
	VS voert herstel aan; Europa lijkt klaar voor inhaalslag.	Europa heeft de voorkeur: deze regio heeft het sterkste herstell potentieel, zowel qua bedrijfswinsten als qua waarderingsniveaus. De achterstand van Europa ten opzichte van de VS zal naar verwachting kleiner worden.
	Opkomende markten lijden onder lage grondstoffenprijzen, maar aantrekkelijke waarderingsniveaus zouden een buffer moeten bieden.	Wij adviseren selectief te beleggen in opkomende markten via rechtstreekse (niet aan grondstoffen gerelateerde) beleggingen en via indirecte posities in Amerikaanse en Europese bedrijven.

Vizier op de toekomst: aandelenthema's

- Thematisch beleggen: geschikte manier om aandelenportefeuille te spreiden
- 'Innovatie' en 'Schatzoeken in bedrijven': gerelateerd aan megatrends die rendement ondersteunen in 2015
- Beleggingskansen bij innovaties die invloed hebben op onze manier van leven en werken

Thematisch beleggen richt zich op aandelen die naar verwachting profiteren van megatrends die de zakenwereld of de maatschappij ingrijpend veranderen. Voor 2015 zien wij minstens twee megatrends. De eerste is gerelateerd aan 'Innovatie' (o.a. industriële automatisering en online shopping) en de tweede hangt samen met wat wij 'Schatzoeken in bedrijven' noemen (zakelijke transacties die waarde creëren voor aandeelhouders).

Innovatie: verschuiving naar dienstensector

De internationale aandelenmarkten staan in het teken van een golf aan innovaties die onze manier van leven en werken verandert. De sectoren informatietechnologie (IT) en biotechnologie hebben het sinds 2011 beter gedaan dan de bredere aandelenmarkt. De focus ligt steeds meer op ontwikkelingen die binnen ons thema 'Robots en automatisering' vallen, dat in 2013 is geïntroduceerd.

Verbeteringen in efficiëntie door automatisering sijnpen door van productieprocessen naar de dienstensector. Automatisering wordt steeds meer geïntegreerd met het internet, de informatiecloud en netwerken van bedrijven en instellingen. De informatie die via het internet wordt verzameld

en gedeeld, wordt gebruikt om automatiseringsprocessen te sturen en te verbeteren. Deze integratie is veelbelovend voor een groeiend aantal innovatieve producten (zie figuur).

Succesvolle IT-bedrijven (zie pagina 11 voor aanbevolen fondsen) maar ook industriële ondernemingen en retailers investeren in innovatie om gegevens te verzamelen en processen te sturen. Hierbij wordt steeds meer gebruik gemaakt van sensoren. Oftewel, sensoren faciliteren het Internet of Things. De volgende stap is de integratie met gegevensstructuren en -kaders voor kunstmatige intelligentie. Het gebruik van robots om menselijke kennis te automatiseren en oplossingen te vinden zal ons leven eenvoudiger maken en producten goedkoper.

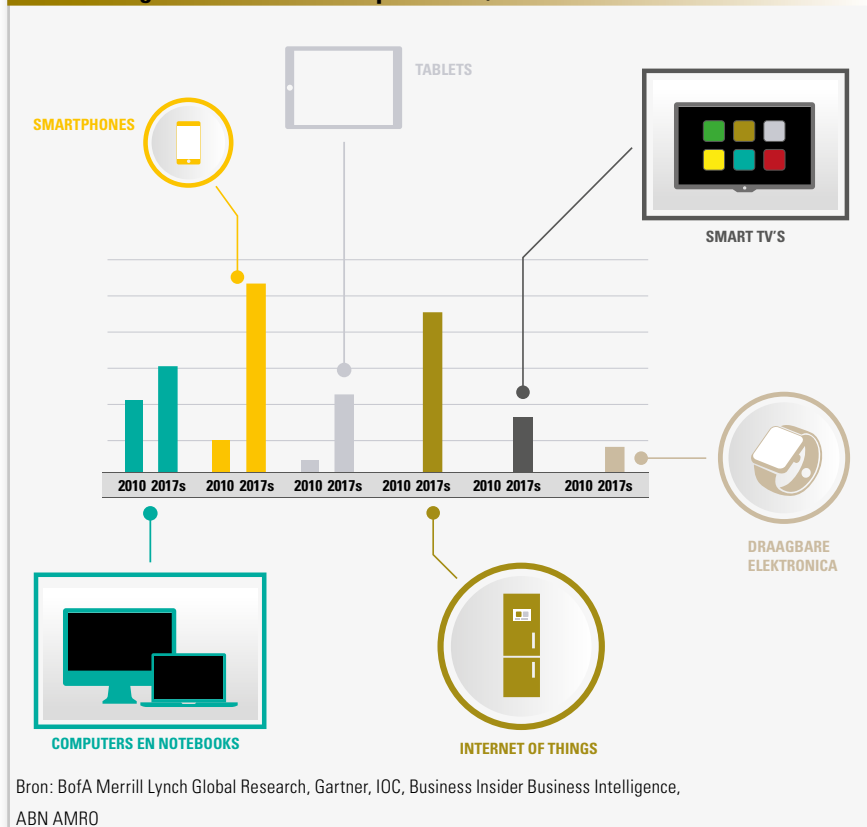
In deze nieuwe internetgebaseerde en steeds mondiale maatschappij behoren leiders in technologie zoals Google, Kuka en Qualcomm tot de toonaangevende spelers, samen met grote consumentgerichte ondernemingen zoals Amazon, Alibaba, Baidu en Tencent. Dit zijn onze favorieten binnen dit zeer interessante groeidomein.

Schatzoeken in bedrijven: oud en nieuw scheiden

Aandeelhouders dringen steeds sterker aan bij bedrijven om vooral te investeren in innovatie en dat vormt de kern van deze tweede megatrend. Het financieren van onderzoek en ontwikkeling van bestaande kaskrakers is niet langer voldoende. Wanneer nieuwe producten kasstromen genereren, willen beleggers profiteren van de hoge groei en betere marges die deze innovaties bieden.

Het is nu zaak om onderscheid te maken tussen 'oude' activiteiten en nieuwe technologieën. Dit is ingegeven door de zoektocht van beleggers naar een hoog, duurzaam rendement bij de huidige lage rente. Binnen dit thema gaat onze voorkeur uit naar conglomeraten zoals GE, Philips, Siemens en DSM, en naar grote farmaceutische bedrijven zoals Amgen, Novartis, Gilead Sciences en Pfizer. Activistische aandeelhouders zetten deze bedrijven steeds meer onder druk om zich op te splitsen of onderdelen te verzelfstandigen. Een afzonderlijke beursnotering van nieuwe, snelgroeiende onderdelen vergroot de aandeelhouderswaarde.

Verwachte groei van innovatieve producten, 2010-2017



Equity Strategy & Portfolio Management
Edith Thouin - Hoofd Themaresearch Aandelen

Economisch herstel drijft sectoren

- Favoriete sectoren: gezondheidszorg, basismaterialen en IT
- Telecommunicatie, consumptiegoederen en nutsbedrijven onderwogen
- Prestaties verschillen per cyclische subsector, ondanks economische groei

Onze sectoraanbevelingen zijn gebaseerd op de verwachting dat de economische groei zal toenemen. Dit betekent niet dat alle cyclische subsectoren het goed zullen doen in de komende tijd. Wij hanteren een overweging voor informatietechnologie (IT), gezondheidszorg en basismaterialen; deze sectoren zouden de vruchten moeten kunnen plukken van het economisch herstel en van een aantal langeretermijntrends. Wij adviseren een onderwogen allocatie naar de defensievere sectoren consumptiegoederen, telecommunicatie en nutsbedrijven.

Voor enkele cyclische subsectoren hebben wij onze adviezen verlaagd. Aandelen van bedrijven in de subsectoren commerciële dienstverlening, auto's & onderdelen en halfgeleiders & halfgeleiderapparatuur hebben in de afgelopen tijd beter gepresteerd dan de bredere markt. De beursprestaties van deze ondernemingen waren daarbij beduidend sterker dan het daadwerkelijke bedrijfsmatige herstel in deze subsectoren. Dit doet vermoeden dat veel van het goede nieuws omtrent deze subsectoren inmiddels in de aandelenkoersen is verdisconteerd. Het overvloedige olieaanbod zou de subsector raffinage ten goede moeten komen; ons advies voor deze subsector hebben we daarom verhoogd. Onze aanbeveling voor gereguleerde nutsbedrijven hebben we eveneens opwaarts bijgesteld; deze subsector profiteert van lagere inputkosten (oftewel goedkopere energie). De tabel op de volgende pagina biedt een overzicht van onze adviezen voor sectoren en subsectoren.

IT heeft nog steeds de voorkeur

IT blijft een van onze favoriete sectoren. De aantrekkelijke wereldeconomie zal zowel consumenten als bedrijven in staat stellen om meer te uit te geven aan IT, een ontwikkeling waar de sector van zal profiteren. Daarnaast speelt IT een belangrijke rol in de toenemende automatisering van productie- en dienstenprocessen. Het gaat hier om een trend die verder reikt dan het cyclische vraagherstel: het is een structurele verandering van de manier waarop we produceren, distribueren en consumeren in het digitale tijdperk.

Ons advies voor halfgeleiders hebben wij verlaagd van overwogen naar neutraal, omdat deze subsector in de afgelopen jaren al een sterk herstel heeft laten zien. Verschillende bedrijven hebben recent aangegeven dat de vraag naar hun producten minder snel groeit. Bedrijven wezen daarbij op de brede groeivertraging in, onder meer, de automobiemarkt en de markt voor netwerkapparatuur in Azië en Europa. China, waar veel elektronische producten gemaakt worden, lijkt hierbij de zwakste schakel te zijn.

Gezondheidszorgsector is nog altijd... fit

Wij verwachten dat de sector gezondheidszorg sterke prestaties zal blijven neerzetten in de komende tijd. In de eerste plaats staan bedrijven in deze sector er fundamenteel gezien goed voor. In de tweede plaats kunnen aandelen in het biotechnologiesegment herstellen, na de scherpe correctie die we eerder zagen. In de derde plaats willen we wijzen op de vele fusie- en overnameactiviteiten die we in de sector waarnemen. Zowel de 'nieuwe' technologie-georiënteerde bedrijven (biotechnologie, DNA-diagnostiek, nieuwe chirurgietechnieken) als de traditionelere segmenten van deze sector zijn aantrekkelijk gewaardeerd. Bedrijven in beide segmenten hebben meer dan genoeg geld in kas en zijn begonnen met het inkopen van eigen aandelen. Daarnaast kunnen bedrijfssplitsingen in het traditionelere segment 'verborgen' aandeelhouderswaarde aan het licht brengen. Deze ontwikkelingen wijzen erop, dat fusies & overnames, opsplitsingen en aandeleninkoopprogramma's de beursprestaties van ondernemingen in deze sector zullen blijven aanjagen.

Sector basismaterialen profiteert van wereldwijde groei

In onze optiek is de sector basismaterialen vooral aantrekkelijk vanuit cyclisch perspectief – de groei van de wereldeconomie – en niet zozeer vanwege langetermijntrends binnen de sector. Onze actieve positionering heeft tot dusver beter uitgepakt in de VS dan in Europa en Azië. Qua subsectoren hebben chemie – inclusief landbouwchemie – en industrieel gas onze voorkeur, omdat in die domeinen geprofiteerd wordt van lagere inputprijzen en afgenomen energiekosten.

Equity Strategy & Portfolio Management
Sybren Brouwer – Hoofd Aandelenresearch

Sectortabel aandelen

Sector	Sub-sector	Favorieten	Toelichting
Energie	Olieservices	Halliburton, Schlumberger	Grote dienstverleners blijven profiteren van schaliegas- en olieprojecten.
	Geïntegreerde oliebedrijven	Chevron	Voorkeur voor VS boven Europa en Azië op grond van raffinage- en petrochemische activiteiten.
	Exploratie & productie	Devon Energy	Devon is een puur exploratie- en productiebedrijf met hoge volumes.
	Raffinage & Infrastructuur ▲	Kinder Morgan Inc	Nieuwe infrastructuur (pijpleidingen en opslag) ondersteunen groei.
Basismaterialen	Chemie	Dow Chemical, DuPont	Amerikaanse chemiebedrijven profiteren van goedkoop gas als energiebron en ruwe grondstof.
	Industrieel gas	Praxair	Gesteund door lage gasprijzen en grote vraag vanuit de industrie.
	Metalen & mijnbouw	Nucor	Overcapaciteit drukt prijzen maar niet in de VS.
	Bouwmaterialen	-	Europese markt blijft moeilijk.
	Papier & bosbouw	-	Profiteert van lagere energieprijzen, maar vraag groeit traag.
Industrie	Commerciële dienstverlening ▼	Adecco, Manpower	Groeitrends in personeel zijn gestabiliseerd. VS blijft solide, Frankrijk en Duitsland stellen teleur.
	Kapitaalgoederen	GE, Kuka	Robotica blijft hot maar ruimtevaart vertraagt. Apparatuur gezondheidszorg nog altijd onder druk.
	Transport	CSX, FedEx	Prijsvechters doen het in Europa beter dan traditionele luchtvaartmaatschappijen.
Luxegoederen & diensten	Luxegoederen	VF Corp	Fabrikanten van luxeproducten hebben nog steeds te lijden onder zwakke Chinese vraag.
	Consumentendiensten	Accor	Aantrekkende economische groei en meer reisverkeer in opkomende markten.
	Detailhandel	Priceline	Consument is gevoelig voor prijzen, waardoor groei wordt beperkt.
	Auto's & onderdelen ▼	Fiat, Daimler	Lagere groei in opkomende markten en slechts bescheiden verbetering verwacht in Europa.
	Media	Viacom	Advertentiemarkt zwak; contentleveranciers goed gepositioneerd.
Consumptiegoederen	Huishoudelijke & persoonlijke producten	Procter & Gamble	Groeipotentieel in opkomende markten maar waarderingen zijn niet aantrekkelijk.
	Voedingsmiddelen en medische detailhandel	Delhaize	Lage inflatie, discounters en online trend vormen bedreiging.
	Voedingsmiddelen, dranken en tabak	Nestlé	Dalende grondstoffenprijzen compenseren gebrek aan prijszettingkracht. Omzet profiteert van aanwezigheid in opkomende markten.
Gezondheidszorg	Apparaten & diensten	AmerisourceBergen	Versterkt door consolidatie in wholesale & distributie van medische apparaten en generieke geneesmiddelen.
	Farmacie, biotech & biowetenschappen	Gilead Sciences, Novartis	Biotech in trek; fusies en overnames bij grote farmabedrijven.
Financiële dienstverlening	Gediversifieerde financiële diensten	Berkshire Hathaway, UBS	Resultaten van zakenbanken hadden minder effect op kwartaalresultaten dan in vorig kwartaal.
	Verzekeringen	Prudential, AIA Group	Schadeverzekeraars blijven solide en hebben gezonde balans.
	Banken	Wells Fargo, HSBC	Voorkeur voor banken met strategische focus.
	Vastgoed	Simon Property, Unibail-Rodamco	Gezien als relatief veilige belegging, profiteert van lage rente.
Informatietechnologie	Hardware & IT-apparatuur	TKH Groep	Prijzdruk door goedkope Aziatische producenten leidt tot minder onderscheid of 'commoditisering'.
	Software & IT-diensten	Tencent Holdings	Wij mijden traditionele softwarebedrijven maar zijn positief over sociale media.
	Halfgeleiders & halfgeleiderapparatuur ▼	Altera	Minder positief over vooruitzichten op middellange termijn na voorzichtige berichten van diverse bedrijven.
Telecom	Telecommunicatiediensten	Telenet, Orange	Geen groei in Europese markten; sterke concurrentie in VS.
Nutsbedrijven	Duurzame energie	-	Negatieve vooruitzichten door prijzdruk en hoge kosten.
	Gereguleerde/multi-nutsbedrijven ▲	Exelon	Nutsbedrijven VS staan er beter voor maar dividendrendement lager.

Bron: ABN AMRO

Overwogen - Neutraal - Onderwogen

Obligaties: weinig speelruimte in 2015

- Hogere rente VS beperkt rendementspotentieel
- Beleid centrale banken richtinggevend voor obligatiebeleggers
- Obligaties Europese periferie bieden rendement boven inflatieniveau

Centrale banken zullen in 2015 de obligatiemarkten blijven beïnvloeden. Het lijkt geen twijfel dat de Amerikaanse Federal Reserve de weg naar een normaler monetair beleid en hogere rentestanden is ingeslagen, wat risico's met zich meebrengt voor obligatiebeleggers wereldwijd. In Europa en Japan, waar deflatie nog steeds een gevaar vormt, zullen de obligatiemarkten de effecten van stimuleringsmaatregelen door de ECB, de Bank of Japan en andere centrale banken blijven voelen.

Wij verwachten dat de Europese economie in 2015 langzaam zal blijven herstellen. Omdat de inflatie in zowel de VS als Europa laag zal zijn in 2015, zullen de rendementen op Treasuries (Amerikaanse staatsobligaties) beperkt blijven. De historisch lage yields (obligatierendementen) resulteren erin dat obligaties qua rendement weinig speelruimte hebben (zie grafiek). Om die reden menen wij dat het gedrag van centrale banken voor beleggers richtinggevend zou moeten zijn. Concreet betekent dit een voorkeur voor obligaties met een middellange tot lange looptijd en beleggingen die afhankelijk zijn van ECB-acties, zoals obligaties uit de Europese periferie.

Een bemoedigend woord

De prognoses voor 2015 zijn niet al te positief voor obligatiebeleggers. Maar er zijn een paar factoren die enig tegenwicht bieden aan het idee dat de rente volgend jaar in een rechte lijn omhoog zal gaan. Allereerst streven de centrale banken ernaar, de renteverhogingen 'uit te smeren' over een lange periode. Centrale bankiers zullen namelijk de groei- en inflatieontwikkeling scherp in de gaten blijven houden. Wij verwachten dat de groei in de VS niet veel hoger dan 3% zal zijn; de inflatie zal naar verwachting niet uitkomen boven het door de centrale bank gestelde target van 2%.

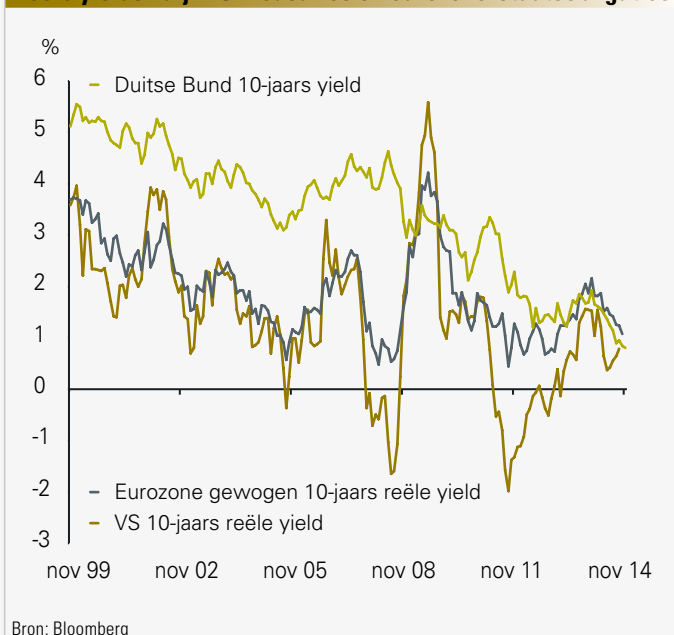
Eveneens bemoedigend: het huidige investeringsklimaat van lage yields trekt nog altijd grote institutionele beleggers aan. Publieke instellingen, zoals de Fed, zullen voorlopig – ook na de eerste verhogingen van de Amerikaanse beleidsrentes – doorgaan met het herinvesteren van couponopbrengsten en kapitaal dat door aflossingen is vrijgekomen. Daarnaast zullen centrale banken in Japan, de eurozone en China waarschijnlijk doorgaan met het opkopen van effecten. Zo heeft de Japanse centrale bank tegen het einde van 2014 een programma bestaand uit nieuwe verruimingsmaatregelen geïntroduceerd; dit programma zal in 2015 worden voortgezet. Naar verwachting zullen ook de ECB en de Chinese centrale bank extra stimuleringsmaatregelen gaan doorvoeren. En het zijn niet alleen centrale banken die obligaties opkopen: private instanties, waaronder banken, verzekeraars

en pensioenfondsen, kopen obligaties ter ondersteuning van hun kapitaalratio's en – in het geval van pensioenfondsen – ter verbetering van hun dekkingsgraad.

Wij geloven dat er slechts beperkte ruimte is voor een verdere rally van yields op wereldwijde staatsobligaties van lagere kwaliteit. Omdat het risico van hogere rentes reëel is, blijven we op de korte tot middellange termijn voorzichtig. In het geval van marktvolatiliteit is het zaak om helder te krijgen, of de beweeglijkheid duidt op een doorbraak richting nieuwe, hogere rendementsniveaus of een bevestiging vormt van onze algehele visie (een langdurige, geleidelijke stijging van obligatierendementen). In het laatste geval kan cash aangewend worden om weer posities in te nemen. In andere gevallen adviseren wij om nog even niets te doen. Obligaties uit de Europese periferie vormen één van de weinige obligatiecategorieën die een rendement opleveren dat boven het inflatieniveau ligt.

Fixed Income Strategy & Portfolio Management
Roel Barnhoorn – Senior Expert Obligatiethema's
Henk Wiersma - Senior Expert Obligatieresearch- en advies

Reële yields 10-jr VS Treasuries en eurozone-staatsobligaties



Tijd voor actief obligatiebeheer

- Risico's zijn toegenomen; yields bieden slechts beperkte buffer
- Minder liquide obligatiemarkten door opkoopprogramma's centrale banken
- Obligaties bieden nog steeds spreidingsmogelijkheid en bescherming

Zolang er geen extra fiscale en economische hervormingen worden doorgevoerd in de eurozone, bestaat het risico dat het verruimende monetaire beleid in de regio tot in lengte van dagen zal moeten worden volgehouden. Effectieve hervormingen zijn nodig om duurzame economische groei te realiseren; die groei zou ten goede komen aan de fundamentele positie van banken en emittenten van bedrijfsobligaties met een lagere kredietkwaliteit.

De volatiliteit binnen de obligatiemarkten neemt toe. Wereldwijde kwantitatieve verruiming en grootschalige steunaankopen door centrale banken – in combinatie met het feit dat zakenbanken minder dominant in de markt aanwezig zijn – hebben geresulteerd in een afname van de liquiditeit. Bovendien is de relatie tussen obligaties en andere beleggingscategorieën minder voorspelbaar geworden; hierdoor neemt de volatiliteit in de obligatiemarkten toe in tijden van marktturbulentie.

Naar verwachting zullen overheden ook in 2015 actief blijven in de obligatiemarkten. Voor beleggers is het daarom zaak hun obligatieportefeuilles actief te beheren, teneinde een positief rendement te behalen. Veel hangt af van de vraag of de Fed erin slaagt de rente te verhogen zonder dat de markt daar al te heftig op reageert. Qua rendementsverwachtingen voor obligaties zijn we niet al te optimistisch gestemd (zie grafiek). De nominale rente biedt namelijk amper een buffer in het geval dat de rendementen op obligaties eerder gaan stijgen dan nu verwacht wordt. Obligatierendementen kunnen oplopen als de markt ervan overtuigd raakt dat centrale banken te lang wachten met het verhogen van de rente.

In onze algehele assetallocatie hanteren wij een onderweging voor obligaties (het kapitaal dat resteert vanuit deze onderweging is geparkeerd in cash). Staatsobligaties maken circa 67% van de obligatieportefeuille uit; 24% van de portefeuille is belegd in investment-grade obligaties en 9% in high-yield. In het bedrijfsobligatiesegment zijn wij nog altijd positief over seniorobligaties van financiële instellingen. Daarentegen zijn we zeer voorzichtig ten aanzien van achtergestelde bankleningen, zoals CoCo's (Contingent Convertibles).

Voor wat betreft 2015 verwachten we dat de liquiditeit van de obligatiemarkten bij tijden aanzienlijk kan afnemen en dat zich plotselinge koersbewegingen kunnen voordoen. Dergelijke momenten van marktbeveelbaarheid kunnen ons een goede gelegenheid bieden om onze portefeuillepositie aan te passen. Obligaties blijven spreidingsvoordeel

bieden, ondanks de lage rendementen, stijgende rentes en verwachte volatiliteit. In die zin blijven obligaties een interessante beleggingscategorie waarmee de portefeuille beschermd kan worden in tijden van opflakkerende economische of financiële risico's.

Fixed Income Strategy & Portfolio Management

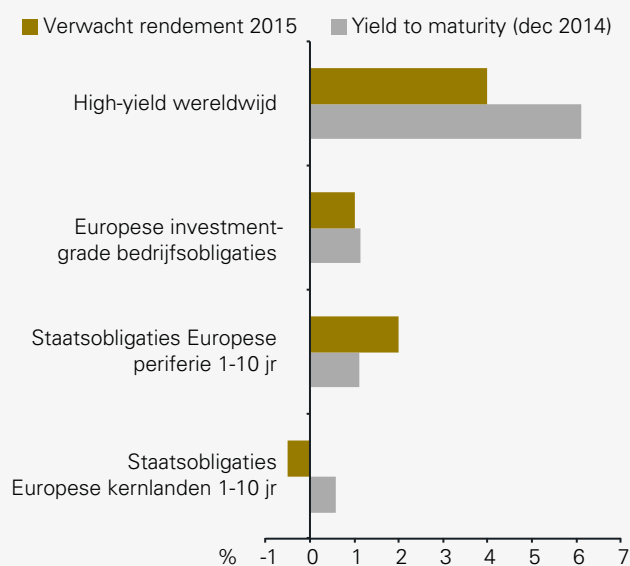
Roel Barnhoorn – Senior Expert Obligatiethema's

Henk Wiersma - Senior Expert Obligatieresearch- en advies

Duurzaam beleggen met 'groene' obligaties

'Groene' obligaties zijn schuldpapieren waarvan de uitgevende instelling (emittent) verklaard heeft dat de opbrengst zal worden gebruikt om de klimaatverandering te bestrijden. Traditioneel gezien zijn emittenten met een dergelijke doelstelling vaak agentschappen van lagere overheden, zoals de European Investment Bank. Maar het scala aan emittenten dijt uit: we zien ook steeds meer bedrijven overgaan tot de uitgifte van groene obligaties. Wij denken dat deze trend zich zal doorzetten. Naar verwachting zullen groene obligaties aan populariteit winnen en breder worden ingezet als duurzame belegging. Deze trend wordt aangejaagd door een toenemend aantal emittenten en door de groeiende bereidheid van beleggers om klimaatbeschermende maatregelen en andere maatschappelijk verantwoorde projecten te financieren.

Verwachte rendementen obligatiemarkten



Bron: Bloomberg

Bredere kansen voor hedge funds

- Lastige markten voor hedge funds in 2014
- Ruim scala hedge funds als alternatief voor traditionele beleggingscategorieën
- Long/short equity en event-driven blijven aanbevolen strategieën

Hedge funds worstelden dit jaar met uitdagende marktomstandigheden. Hoge rendementen bleven uit: met de meeste hedge-fund-strategieën werden in 2014 tot dusver licht negatieve of bescheiden positieve rendementen behaald. Uitschieters waren macro/commodity trading advisors (CTA; positief rendement) en event-driven (negatief rendement).

Veel hedge-fund-managers die een CTA-strategie volgen, hebben geprofiteerd van interessante trends door 'long' te gaan in obligaties en in de Amerikaanse dollar, terwijl ze 'short' gingen in bepaalde grondstoffen. Macro/CTA-managers wereldwijd hebben positiever gereageerd op fundamentele ontwikkelingen en markttrends, met als gevolg dat deze strategie de portefeuillebescherming bood waar naar gestreefd werd. Veel event-driven-managers wisten de verwachtingen niet waar te maken: transacties die aanvankelijk interessant leken (waaronder fiscale strategieën, zoals 'tax inversion', en deals rond Freddie Mac/Fannie Mae) bleken in september en oktober niet gunstig uit te pakken.

In onze optiek zijn de teleurstellende prestaties van hedge funds te herleiden tot specifieke ontwikkelingen in 2014. Wij blijven beleggers daarom aanraden een deel van hun portefeuille samen te stellen uit hedge funds. Er is een breed scala aan hedge-fund-strategieën voor handen; deze strategieën kunnen een alternatief vormen voor de traditionele beleggingscategorieën. Zo kan er met hedge funds worden ingespeeld op een toename van de fusie- en overnameactiviteit. Daarnaast kunnen een opleving van de volatiliteit en de verschillen tussen de VS, Europa en Japan qua monetair beleid aanknopingspunten vormen voor hedge-fund-strategieën.

De long/short equity strategie zou garen moeten spinnen bij een strikt fundamentele manier van bedrijfsanalyse. Wij verwachten namelijk dat in 2015 de rendementen op aandelen in toenemende mate bepaald zullen worden door de ontwikkeling van de bedrijfswinsten (zie ook pagina 8).

Voor hedge-fund-managers die een event-driven-strategie hanteren, kunnen er kansen ontstaan als bedrijven met veel geld in kas zich op het fusie- en overnamepad begeven, dividend gaan uitbetalen of aandeleninkoopprogramma's starten. Daarnaast kunnen event-driven-strategieën profiteren van specifieke ontwikkelingen binnen ondernemingen, zoals de creatie van aandeelhouderswaarde via de opsplitsing van activiteiten. Voor hedge-fund-managers die een macro-strategie volgen zou een rentestijging in de VS een omslagpunt kunnen betekenen: deze fondsbeheerders kunnen dan hun voordeel doen met valutaire

ontwikkelingen, als mogelijke compensatie voor negatieve obligatieresultaten.

Met circa 9000 hedge-fund-beheerders om uit te kiezen, is het noodzakelijk dat we een strikt en zorgvuldig selectieproces toepassen in onze zoektocht naar de juiste hedge-fund-strategieën en -managers. Wij hebben de hedge-fund-managers geselecteerd die wij als het meest aantrekkelijk beschouwen, zowel voor beleggers die geïnteresseerd zijn in obligaties als beleggers die meer neigen naar aandelen.

Aanbevelingen

Huidige aanbeveling strategieallocatie:

Event-driven: **overwogen**

Long/short equity: **overwogen**

Relative value: **neutraal**

Global macro/CTA: **neutraal**

Investment Products & Wealth Solutions

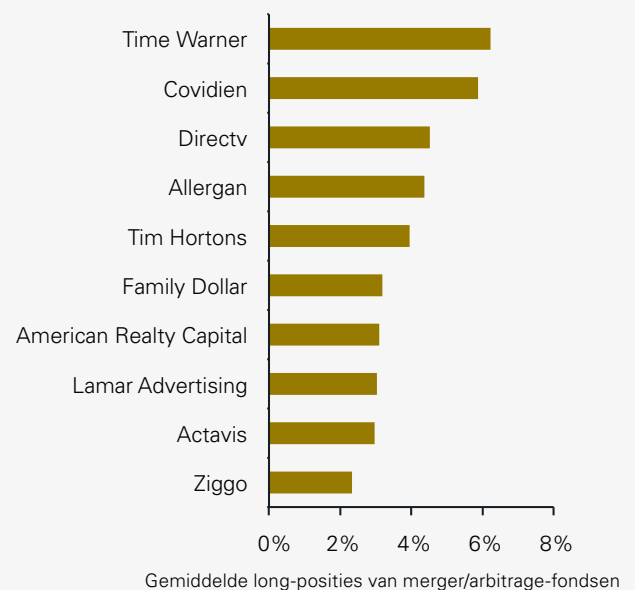
Marc de Kloe - Senior Specialist Beleggingsproducten

Wilbert Huizing - Specialist Beleggingsproducten

A.A.Advisors

Romule Nohasiarisoa - Senior Analyst Hedge Funds

Top 10 belangrijkste deals voor event-driven strategieën 2014



Bron: Lyxor AM/ MAP

Vastgoed: inkomsten en spreiding

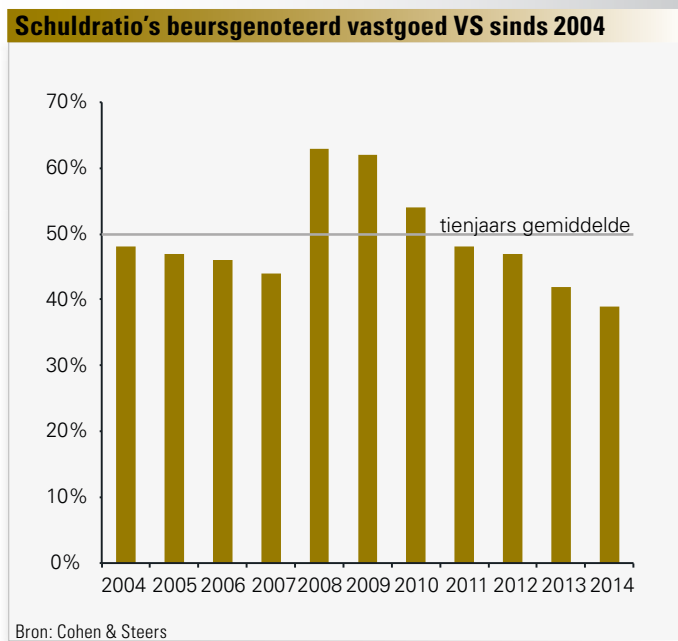
- Vastgoed aantrekkelijk gewaardeerd, lagere schuldenlast, solide cash flow
- Allocatie strategisch verlaagd naar neutraal in november (winstneming)
- Mogelijk tactische terugkeer naar vastgoed in 2015

In een klimaat van beperkte groeiverwachtingen en lage rentes zal vastgoed aantrekkelijk blijven voor beleggers die zoeken naar rendement. Het rendement op vastgoed ligt momenteel namelijk beduidend hoger dan het (nu historisch lage) langetermijnrendement op obligaties. De kapitaalstroom naar vastgoed zal er uiteindelijk toe leiden dat de rendementen in deze beleggingscategorie lager worden. Lagere vastgoedrendementen zullen er, op hun beurt, in resulteren dat bedrijven minder gretig worden voor wat betreft het doen van overnames. Bovendien zullen de vastgoedwaarderingen op termijn onhoudbaar worden als de onderliggende economische groei achterblijft. Het lijkt erop dat vastgoedondernemingen zich hier tegen wapenen door zich sterker te focussen op interne dan op externe groei, onder meer via investeringen en projectontwikkeling.

Beursgenoteerd vastgoed vormt voor beleggers een alternatieve manier om rendement te behalen; de verhandelbaarheid van beursgenoteerd vastgoed is daarbij beter dan het geval is bij een rechtstreekse belegging in vastgoed. Het gat tussen het rendement op vastgoed en het obligatierendement wordt geleidelijk kleiner maar de risicopremie is redelijk hoog, zeker gezien de verwachting dat de rente (in Europa) voor langere tijd laag zal blijven.

Wij verwachten dat vastgoed de ingeslagen weg van herstel zal blijven volgen. Bovendien zijn de waarderingen van vastgoed niet onredelijk, na de verkoopgolf van september en de recente herstelbeweging. Voor vastgoed wordt momenteel ongeveer de Net Asset Value (NAV; intrinsieke waarde) betaald.

Vastgoed blijft aantrekkelijk ten opzichte van andere beleggingscategorieën, dankzij de hogere dividendrendementen die de vastgoedsector biedt. Sinds de financiële crisis hebben vastgoedondernemingen hun schuldpositie verkleind (zie grafiek). Bovendien zijn vastgoedbedrijven erin geslaagd hun schulden te herfinancieren tegen zeer lage rentes en zijn de cash flows binnen de sector op korte en middellange termijn stabiel. Het aanhoudende economische herstel zal de vastgoedsector ten goede komen. Als de economie herstelt hebben huurders meer kantoorruimte nodig. In de detailhandel nemen de omzetten toe als de economie aantrekt, wat zich vertaalt naar lagere huurlasten ten opzichte van de omzet. Dit stelt verhuurders in de gelegenheid om huurverhogingen door te voeren. Wel kan een sterke economische opleving er in resulteren, dat de rendementen op vastgoed achterblijven bij de rendementen op aandelen.



A.A.Advisors

Manuel Hernandez Fernandez – Specialist Vastgoed

Oliemarkt: zoeken naar nieuw evenwicht

- Dalende olieprijsen zijn langetermijntrend, maar daling is op korte termijn doorgeschooten
- Overaanbod houdt prijzen laag
- Economisch herstel in Azië drijft prijzen voor basismetalen op

De lage olieprijsen bepaalden het beeld in het tweede halfjaar. Een verhoging van de olieproductie in niet-OPEC-landen (VS, Canada) en een – onverwachte – productieverhoging in OPEC-landen (Irak, Libië) resulteerden in overaanbod, wat een drukkend effect had op de prijs.

Voor 2015 verwachten wij een bescheiden economisch herstel; dit zou de vraag naar olie moeten opdrijven. Tegenover deze extra toename van de cyclische vraag staat echter het overaanbod, dat bepalend zal zijn voor het algemene marktsentiment en een stijging van de olieprijsen zal verhinderen. Op de lange termijn dalen de olieprijsen waarschijnlijk verder door het groeiend aanbod van alternatieve brandstoffen.

Volgens het Internationaal Energieagentschap ligt voor 98% van de schalieprojecten in de VS het break-even-punt onder USD 80 per vat. Toch zullen steeds meer projecten worden uitgesteld als de prijs te lang te laag blijft. Verder steunen lagere olieprijsen de economische groei en dus de vraag. Dit zou, tezamen met het feit dat grote olieproducenten zoals Saudi-Arabië sterk afhankelijk zijn van olie-inkomsten, een bodem moeten leggen onder de olieprijsen. Gegeven de seizoengebonden vraag en de langdurige daling van de olieprijsen zullen beleggers in 2015 vermoedelijk heen en weer worden geslingerd tussen bevestiging van overaanbod en hoop op vraagherstel.

Olieproducerende opkomende landen zoals Brazilië, Mexico, Rusland en het Midden-Oosten (Irak, Libië) beschikken over een enorm productiepotentieel. Maar het in exploitatie brengen van dit potentieel vergt tijd, geld, een afname van de geopolitieke spanningen en een structureel hoge olieprijs. In het eerste kwartaal van 2015 herstellen de olieprijsen zich mogelijk maar daarna zullen zij stabiliseren of weer dalen als gevolg van een afnemende seizoensmatige vraag en het aanhoudende overaanbod. We stellen vast dat de hedendaagse oliemarkt niet langer een leidende rol vervult en daarom in de context van de bredere energiemarkt dient te worden gezien.

Metalen: vraagherstel China verwacht

De prijzen van basismetalen worden vermoedelijk sterk beïnvloed door de economische ontwikkelingen in opkomend Azië en met name China. De belangrijkste factoren aan de vraagzijde zijn gerelateerd aan stedenbouw, auto's, elektrische apparaten en industriële machines. Omdat opkomende

economieën in Azië zich relatief sterk ontwikkelen en China tot 2016 naar verwachting een tekort aan basismetalen heeft, blijft de vraag naar industriële materialen hoog.

Wij denken dat China de officiële groei-doelstelling dit jaar gaat halen en dat er steunmaatregelen zullen worden genomen als de economische cijfers blijven tegenvallen. Dit zou moeten leiden tot een gunstigere situatie in sectoren waar veel gebruik gemaakt wordt van metalen. Wij denken dan ook dat de prijzen voor industriële metalen langzaam zullen oplopen, gesteund door een aantrekkende wereld-economie.

De fundamentele vooruitzichten zijn voor de meeste metalen veelbelovend. De aluminiumvoorraden zijn gedaald en de vraagvooruitzichten zijn goed. Voor koper geldt, dat betere macrocijfers van de belangrijkste verbruikerslanden nodig zijn om een prijsstijging op gang te brengen. De huidige hoge nikkelprijs is het gevolg van het exportverbod in Indonesië en het verwachte aanbodtekort. De vraag- en aanbodvooruitzichten voor zink duiden op een krappere markt op de lange termijn, zodat de zinkprijzen verder kunnen stijgen.

Economisch Bureau

Hans van Cleef - Senior Sectoreconoom Energie
Casper Burgering - Senior Sectoreconoom Industrie & Industriële Metalen

Prijzen energie en basismetalen (jaargemiddelden) in 2014

	2014	2015
Energie		
Brent (USD per vat)	105	90
WTI (USD per vat)	95	85
Gas – Henry Hub (USD per miljoen Btu)	4,25	4,50
Basismetalen (USD per ton)		
Aluminium	1.860	2.050
Koper	6.900	7.100
Nikkel	17.100	18.000
Zink	2.190	2.250

Bron: ABN AMRO Group Economics

Ruimte voor verdere dollarstijging

- Amerikaanse dollar zal in 2015 aan kracht blijven winnen
- Dollar gestuwd door centrale banken die elk eigen monetaire koers varen
- Euro en yen blijven naar verwachting uit de gratie in 2015

De dollar zal in 2015 verder stijgen, zo verwachten wij. Hierbij zou de Amerikaanse munt ondersteund kunnen worden door, onder meer, een verbetering van de fiscale positie van de VS. Tegelijkertijd zullen de ECB en de Bank of Japan hun monetaire stimuleringen uitbreiden, teneinde de lage inflatie te bestrijden en hun economieën te ondersteunen. De verschillen in het monetaire beleid van centrale banken onderling vormen de belangrijkste fundamentele reden voor de verwachte verdere dollarstijging. De euro en de Japanse yen zullen, zo denken we, uit de gratie blijven in 2015.

Meer flexibele valuta's opkomende markten

De centrale banken van Rusland en Brazilië zijn terughoudender geworden met betrekking tot valuta-interventies, ondanks de sombere groeivoorzichten waar beide landen mee kampen. De Russische centrale bank wil haar reserves alleen nog inzetten in geval van nood. In Brazilië lijkt de centrale bank momenteel een voorkeur te hebben voor renteverhogingen als wapen in de strijd tegen inflatie. Maar hoewel Rusland en Brazilië een stap hebben gezet in de richting van een flexibeler valutabeleid, is er van een bredere trend geen sprake. Aziatische centrale banken blijven interveniëren, vooral vanwege de onzekerheid over het Amerikaanse monetaire beleid en de verzwakking van de Japanse yen.

De daling van de yen heeft geleid tot reacties van centrale banken in Azië, waaronder de Bank of Korea, om de impact van de zwakkere Japanse munt op de exportpositie van andere landen te beperken. Het is goed mogelijk dat ook

de centrale bank van Taiwan maatregelen gaat nemen; Taiwanese exporten staan onder druk, als gevolg van de recente stijging van de Taiwanese dollar ten opzichte van de yen.

Wij verwachten dat Aziatische centrale banken het ingeslagen pad zullen blijven volgen, omdat we een verdere verzwakking van de yen voorzien. Voor wat betreft China: in de afgelopen maanden lijkt de Chinese centrale bank de ontwikkeling van de yuan aan de markt te hebben overgelaten. Wel zal de centrale bank waarschijnlijk in actie komen als de koers van de yuan volatieler wordt of als de koersontwikkeling van de munt uit de pas gaat lopen met de economische situatie.

Voor wat betreft de valuta's van opkomende markten voorzien wij dat Aziatische valuta's, over het geheel genomen, iets achter zullen blijven bij de Amerikaanse dollar (zie de prognosetabel). Sinds mei 2013 – toen de Fed voor het eerst hintte op het afbouwen van de steunaankopen – zijn de Indiase roepie en de Indonesische roepia minder kwetsbaar geworden. Wij verwachten dat beide munten niet al te sterk zullen achterblijven bij andere Aziatische valuta's.

Economisch Bureau

Georgette Boele – Coördinator Valuta- en grondstoffenstrategie

Valutaprognose belangrijkste opkomende markten			
Valutapaar	2 dec 2014	kw2 2015	kw4 2015
USD/CNY	6,15	6,20	6,25
CNY/JPY	19,39	19,35	20,00
USD/INR	61,89	63,00	64,00
USD/KRW	1107	1120	1130
USD/SGD	1,31	1,31	1,32
USD/THB	32,86	33,50	34,00
USD/TWD	31,05	30,90	31,20
USD/IDR	12.271	12.500	12.700
USD/RUB	53,08	45,00	44,00
USD/TRY	2,23	2,35	2,40
USD/ZAR	11,11	12,00	12,00
EUR/PLN	4,17	4,20	4,05
EUR/CZK	27,61	27,50	27,00
EUR/HUF	306,69	310	300
USD/BRL	2,58	2,60	2,60
USD/MXN	14,04	13,25	13,00
USD/CLP	615,15	590	570

Bron: ABN AMRO Group Economics



Evaluatie rendementen in 2014

- Positief absoluut rendement in alle risicoprofielen
- Performance aangejaagd door sterke overweging aandelen
- Sterkere dollar stimuleerde in euro's genoteerde portefeuilles

In 2014 werden positieve absolute rendementen behaald in alle risicoprofielen, zowel in euro's als in dollars. Vooral de in euro's genoteerde portefeuilles stegen aanzienlijk in waarde, met dank aan de aantrekkende dollar.

Qua beleggingsstrategie hanteerden we in 2014 een 'risk-on'-benadering, met een sterke overweging van aandelen. Dit bleek een succesvolle positionering, die het rendement van onze klantportefeuilles ten goede kwam. Het portefeuille-resultaat werd echter gedrukt door onze overweging van aandelen uit Europa en uit de opkomende markten. Obligaties hebben we dit jaar sterk onderwogen, vanwege de verwachte stijging van de yields (in het verlengde van het einde van de kwantitatieve verruiming in de VS). Deze positionering had een drukkend effect op (met name) het meest defensieve, in euro's genoteerde portefeuilleprofiel, waarin geen aandelen waren opgenomen en waarin cash overwogen was. Voor wat betreft de overige in euro's genoteerde portefeuilles bleven de resultaten van de profielen 2, 4 en 6 ietwat achter bij de benchmark, terwijl met de profielen 3 en 5 een bescheiden outperformance werd gerealiseerd.

Dollarprofielen presteerden in 2014 beter dan europrofielen. Met alle in dollars genoteerde profielen, profiel 1 uitgezonderd, werd een positief relatief rendement behaald. Deze outperformance is in belangrijke mate te danken aan het feit dat portefeuilleposities in Japanse yens en euro's deels waren afgedekt.

Performance prognose

Wij hebben onze positionering in Europese aandelen in november uitgebreid, op basis van het verwachte cyclische herstel in Europa. Deze verhoging ging ten koste van aandelen uit opkomende markten, waarvan wij de weging juist iets hebben terugschroefd. Wel blijven we overwogen

in aandelen uit opkomende markten, met een voorkeur voor Azië.

Op basis van onze economische langetermijnprognoses gaan wij ervan uit dat aandelenmarkten op middellange en lange termijn 6% tot 7% per jaar kunnen stijgen. In 2014 hebben de aandelenmarkten bovengemiddelde prestaties neergezet, met dank aan gunstige waarderingen en een snellere stijging van de bedrijfswinsten. Wij verwachten dat het rendement op aandelen in 2015 positief zal blijven en in de buurt van de genoemde gemiddelden zal uitkomen. Een versnellende economische groei, in combinatie met gematigde loonstijgingen, zal de winstgevendheid van bedrijven ten goede komen.

Op korte termijn zullen de rendementen op Europese staatsobligaties niet hoger dan 0,5% zijn, zo verwachten wij, versus een rendementsprognose van 2% voor de middellange termijn. Het verwachte kortetermijnderendement biedt nauwelijks voldoende compensatie voor het risico. Bedrijfsobligaties en high-yield hebben meer potentieel, met een verwacht rendement van respectievelijk 1,0% en 6,5%. In november hebben wij winst genomen op vastgoed en onze overwogen positie in deze beleggingscategorie terugschroefd naar neutraal. Onze positie in cash hebben wij op deze manier vergroot. Dit biedt ons de mogelijkheid om kapitaal opnieuw aan het werk te zetten, zodra zich in 2015 nieuwe kansen voordoen.

Investment Risk

Hans Peters – Hoofd Investment Risk

Emilia Bruera – Specialist Investment Risk GIC SAS/APT

Resultaten (%) van tactische t.o.v. strategische assetallocatie

	EUR						USD					
	22 mei 2003 tot 30 november 2014*			2014 YTD (30 november 2014)			22 mei 2003 tot 30 november 2014*			2014 YTD (30 november 2014)		
	Strategisch	Tactisch	Extra rend.	Strategisch	Tactisch	Extra rend.	Strategisch	Tactisch	Extra rend.	Strategisch	Tactisch	Extra rend.
Profiel 1	68,10	74,07	3,55	6,74	4,18	-2,40	56,39	72,44	10,26	2,79	2,35	-0,43
Profiel 2	75,34	88,00	7,22	8,14	7,98	-0,15	67,81	87,47	11,72	3,41	4,05	0,61
Profiel 3	96,12	122,76	13,58	9,12	9,45	0,30	95,33	124,50	14,94	3,91	4,84	0,89
Profiel 4	106,42	132,85	12,80	10,42	10,29	-0,12	111,33	138,81	13,00	4,55	5,42	0,84
Profiel 5	123,49	156,53	14,78	11,73	12,05	0,29	133,59	165,26	13,56	5,16	6,33	1,11
Profiel 6	132,09	163,08	13,35	12,70	12,67	-0,03	147,11	174,71	11,17	5,61	6,84	1,17

* 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.

Prognoses

Samenvallende, gunstige factoren zouden in 2015 bij moeten dragen aan een alleszins acceptabele mondiale groei van 3,8%. Bij deze factoren denken we onder meer aan de lage olieprijs, waardoor meer geld beschikbaar komt voor consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen. Daarnaast zal, dankzij de sterkere dollar, het positieve momentum vanuit de VS 'geëxporteerd' worden naar andere delen van de wereld. Verder wordt er minder

bezuinigd en zijn centrale banken erop gebrand om de economische groei niet in gevaar te brengen. Dit optimistische basisscenario is positief voor aandelen. Wij menen dan ook, dat aandelen op middellange termijn de belangrijkste aanjager van portefeuillerendement zullen zijn. Van obligaties verwachten we in dit opzicht veel minder, gezien de huidige, lage rendementen in deze beleggingscategorie.

Macro (%) ¹				
	Reële groei BBP 2015		Inflatie 2015	
	ABN	Markt	ABN	Markt
	AMRO	visie	AMRO	visie
VS	3,8	3,0	1,6	1,6
Eurozone	1,5	1,1	0,9	0,9
VK	2,8	2,6	1,1	1,6
Japan	1,1	1,3	1,7	1,9
Andere landen*	2,4	2,3	1,7	1,7
Opkomend Azië	5,9	6,2	4,0	3,7
Latijns Amerika	2,5	1,8	10,7	11,7
Opkomend Europa**	1,8	1,6	6,0	5,5
Wereld	3,8	3,3	3,8	3,4

Prognose aandelen			
	Spot	Actieve	Voorwaarts
	1 dec 2014	strategie	k/w 2015
MSCI ACWI	422,84	Overwogen	14,5
S&P 500	2.053,44	Onderwogen	15,9
Euro Stoxx 50	3.232,91	Overwogen	13,4
FTSE-100	6.656,37	Overwogen	13,5
Nikkei 225	17.590,10	Neutraal	17,2
DAX	9.963,51	Overwogen	12,7
CAC 40	4.377,33	Overwogen	13,7
AEX	423,47	Overwogen	14,0
Hang Seng Index	23.367,45	Neutraal	10,2
Shanghai SE Comp.	2.680,15	Overwogen	10,2
Straits Times Index	3.305,64	Neutraal	13,3

Prognose rente en obligatierendement (%)			
	1 dec '14	kw2 2015	kw4 2015
VS			
Fed	0,25	0,50	1,00
3-maands	0,23	0,80	1,40
2-jaars	0,55	1,10	1,50
10-jaars	2,30	2,75	3,00
Duitsland			
ECB Refi	0,05	0,05	0,05
3-maands	0,08	0,00	0,00
2-jaars	-0,03	0,05	0,10
10-jaars	0,74	1,10	1,30

Valutaprognose belangrijkste ontwikkelde markten			
Valutapaar	2 dec '14	kw2 2015	kw4 2015
EUR/USD	1,2405	1,20	1,15
USD/JPY	119,24	120	125
EUR/JPY	147,92	144	144
GBP/USD	1,5642	1,46	1,47
EUR/GBP	0,7931	0,82	0,78
USD/CHF	0,9707	1,02	1,06
EUR/CHF	1,2042	1,22	1,22
AUD/USD	0,8443	0,80	0,78
EUR/AUD	1,4693	1,50	1,47
NZD/USD	0,7790	0,73	0,73
EUR/NZD	1,5924	1,64	1,58
USD/CAD	1,1409	1,17	1,20
EUR/CAD	1,4154	1,40	1,38
EUR/SEK	9,2755	9,00	8,75
EUR/NOK	8,6917	8,00	7,75

¹ Alle prognoses zijn jaargemiddelden van j-o-j veranderingen per kwartaal.

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

** Wit-Rusland, Bulgarije, Kroatië, Tsjechië, Hongarije, Polen, Roemenië, Rusland, Slovakije, Slovenië, Turkije, Oekraïne.

Bron: ABN AMRO Group Economics, Consensus Economics, EIU

Assetallocatie overzicht

Beleggingscategorie (risicoprofiel 3)	negatief	neutraal	positief
▶ Geldmarkten - beleg liquide middelen in aandelen en hedge funds		■	■
▶ Vastrentend - zoek extra rendement in high-yield en periferie eurozone	■		
▶ Aandelen - gestuwd door lage rente, winstgroei en afgenomen systeemrisico			■
▶ Hedge funds - aandelenpositie diversifiëren via long/short-equity en event-driven strategieën			■
▶ Vastgoed - huidige allocatie is neutraal, als gevolg van enige winstneming		■	
▶ Grondstoffen - hoog aanbod drukt olieprijs; negatief ten aanzien van edelmetalen		■	
Aandelen: sector			
	negatief	neutraal	positief
▶ Energie - voorkeur voor grote dienstverleners in olie-industrie		■	
▶ Basismaterialen - Positief t.a.v. chemiebedrijven VS; Europa en Azië minder overtuigend			■
▶ Industrie - meer bewijs voor groei nodig; positieve visie op transport		■	
▶ Luxegoederen en diensten - neutraal ten aanzien van alle subsectoren		■	
▶ Consumptiegoederen - lage inflatie tast marges aan, vooral in retail	■		
▶ Gezondheidszorg - groei dankzij nieuwe technologie en ontsluiting aandeelhouderswaarde			■
▶ Financiële diensten - voorkeur voor VS; verzekeraars overwogen		■	
▶ IT - aanjagers zijn automatisering, digitalisering en groei wereldeconomie			■
▶ Telecommunicatie - zwakke onderliggende situatie drukt rendement	■		
▶ Nutsbedrijven - prijsdruk en hoge investeringen beperken de winstgevendheid	■		
Aandelen: regio			
	negatief	neutraal	positief
▶ Europa - winstpotentieel, ECB stimulerend, zwakkere euro, aantrekkelijke waarderingen		■	■
▶ Noord-Amerika - bull-markt in volwassen fase	■		
▶ Ontwikkeld Azië - Japan heeft hoge verwachtingen nog niet waargemaakt		■	
▶ Opkomende markten: lage waarderingen en afnemende risico's trekken kapitaal aan			■
Vastrentend: sub-beleggingscategorie			
	negatief	neutraal	positief
▶ Staatsobligaties - vermijd kernlanden, verhoog het rendement via Italië en Spanje	■		
▶ IG bedrijfsobligaties - goede manier van spreiding in evenwichtige obligatieportefeuilles			■
▶ High-yield - wat winst nemen; renteverhoging door Fed in 2015 verhogen volatiliteit			■
▶ Opkomende markten - Cliënten Azië kunnen beleggen in aanbevolen Aziatische bedrijfsobligaties		■	
▶ Converteerbaar - profiteren deels van aandelenrendement, staan ruim boven 'bond floor'		■	
Valuta's en grondstoffen			
	negatief	neutraal	positief
▶ EUR/USD - dollar stijgt in waarde door verwachtingen beleidsrente Fed in 2015	■		
▶ JPY/USD - yen blijft zwak door verruimend beleid Bank of Japan	■		
▶ Olie (brent) - op korte termijn opwaartse correctie, lagere gemiddelde prijs 2015		■	■
▶ Goud - duurdere USD, hogere rente en lage inflatie ongunstig voor goudprijs	■		
▶ Basismetalen - vooruitzichten wereldeconomie gunstig voor prijzen		■	■

Het bovenstaande schema is bedoeld om vergelijking van de aanbevelingen voor de belangrijkste beleggingscategorieën, op grond van fundamentele analyse, te vereenvoudigen. In het schema kan de visie van ABN AMRO variëren, van links naar rechts, van negatief (rood) tot neutraal (oranje) of positief (groen). De afwijking naar links of rechts ten opzichte van Neutraal is afhankelijk van ABN AMRO's fundamentele visie – negatief of positief – en van de omvang van de afwijking ten opzichte van de weging van de (sub)vermogenscategorie.

Assetallocatie profielen

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

Assetallocatie Beleggingscategorie	Profiel 1 (zeer defensief)					Profiel 2 (defensief)				
	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
Altern. beleggingen	5	0	10	8	3	10	0	20	13	3
Funds of hedge funds	5			8	3	5			8	3
Vastgoed	0			0	0	3			3	0
Grondstoffen	0			0	0	2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Assetallocatie Beleggingscategorie	Profiel 3 (matig defensief)					Profiel 4 (matig offensief)				
	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	10	5	5	0	70	7	2
Obligaties*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16
Aandelen	30	10	50	40	10	50	20	70	61	11
Altern. beleggingen	10	0	20	13	3	10	0	30	13	3
Funds of hedge funds	5			8	3	5			8	3
Vastgoed	3			3	0	3			3	0
Grondstoffen	2			2	0	2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Assetallocatie Beleggingscategorie	Profiel 5 (offensief)					Profiel 6 (zeer offensief)				
	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	2	-3	5	0	60	0	-5
Obligaties*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0	
Aandelen	70	30	90	79	9	85	40	100	90	5
Altern. beleggingen	10	0	30	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	

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

Medewerkers

Leden ABN AMRO Beleggingscomité

Didier Duret

Gerben Jorritsma

Han de Jong

Arnaud de Dumast

Bernhard Ebert

Rico Fasel

Chief Investment Officer Private Banking
Hoofd Investment Strategy & Portfolio Expertise
Hoofdeconoom ABN AMRO
Hoofd Beleggingen Private Banking Neuflyze OBC
Hoofd Vermogensbeheer Bethmann Bank
Directeur Product Management Beleggingsadvies Nederland

Economisch Bureau

Nick Kounis

Georgette Boele

Hans van Cleef

Casper Burgering

Hoofd Macroresearch
Coördinator Valuta- en grondstoffenstrategie
Senior Sectoreconoom Energie
Senior Sectoreconoom Industrie & Industriële Metalen

Research obligaties

Roel Barnhoorn

Henk Wiersma

Jeroen van Herwaarden

Senior Expert Obligatiethema's
Senior Expert Obligatieresearch- en advies
Expert Obligatieresearch- en advies

Research aandelen

Sybren Brouwer

Daphne Roth

Edith Thouin

Ralph Wessels

Maurits Heldring

Hoofd Aandelenresearch
Aandelenstrategie Azië
Hoofd Themaresearch Aandelen
Equity Expert Financials, Industrials
Equity Expert Consumer Discretionary, IT, Telecoms

Service Concepten & Duurzaamheid

Solange Rouschop

Hoofd Service Concepten & Duurzaamheid

Research alternatieve beleggingen

Olivier Couvreur

Marc de Kloe

Wilbert Huizing

Jobst-Albrecht Klemme

Manuel Hernandez Fernandez

Romule Nohasiarisoa

CIO Multimanager Hedge funds
Senior Specialist Beleggingsproducten
Specialist Beleggingsproducten
Head Private Equity, Director
Specialist Vastgoed
Senior Analyst Hedge Funds

Risicobeheer

Hans Peters

Emilia Bruera

Paul Groenewoud

Hoofd Investment Risk
Specialist Investment Risk GIC SAS/APT
Specialist Quant Risk

Met speciale dank aan

Ben Steinebach

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.

Disclaimers

© Copyright 2014 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 gedeerde 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.

Notities





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
Luxembourg
Nicolas Deltour
nicolas.deltour@lu.abnamro.com

Bethmann Bank AG
Frankfurt
Bernhard Ebert
bernhard.ebert@bethmannbank.de

Banque Neufilze OBC S.A.
Paris
Wilfrid Galand
wilfrid.galand@fr.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Jersey
Stephan Geissmar
stephan.geissmar@uk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Guernsey
Andrew Pollock
andrew.pollock@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
Peter Ang
peter.ang@sg.abnamro.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 strategieanalisten 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