

Perspectief 2015

Visie en Strategie



Serious Money. Taken Seriously.

Member of  KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS





BELEGGINGSSTRATEGIE



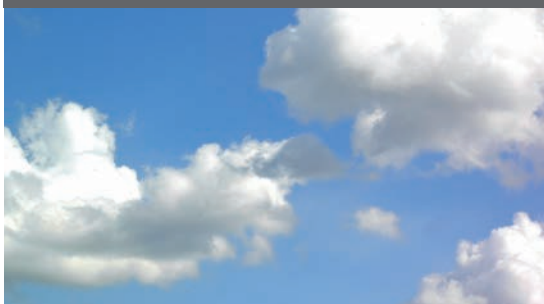
- 3 Mogelijk lagere rendementen in het verschiet
- 5 Nog kansen voor onroerend goed
- 6 Verzwakking Euro ten opzichte van meeste andere valuta
- 7 Nog geen reden voor optimisme bij grondstoffen

ECONOMIE



- 8 Globalisering neemt af
- 10 Fragiel herstel eurozone
- 13 Lichte groeiversnelling in de VS
- 17 Structurele veranderingen nodig in Japan
- 19 Tweedeling in de opkomende markten

AANDELEN



- 21 Meer volatiliteit op de aandelenmarkten verwacht
- 24 Aandelenregio's verschillen sterk
- 27 Favoriete beleggingstijlen van 2015
- 29 Favoriete Europese aandelen
- 31 Doordacht wereldwijd beleggen
- 33 Kansen in Noord-Amerika¹⁹

OBLIGATIES



- 35 Diversificatie in obligaties blijft nodig
- 37 Obligatieregio's verschillen sterk
- 39 Flexibele aanpak om vastrentende kansen te benutten
- 41 Anticiperen op de gevolgen rentestijging

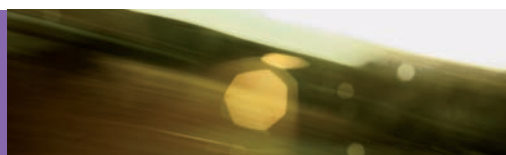
DUURZAAM

- 43 Het Sustainable Living Plan van Unilever



FINANCIËLE PLANNING

- 46 Onzekere tijden voor vermogenden?



48 COLOFON




GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateg

Mogelijk lagere rendementen in het verschiet

Hoewel de economische groei in 2015 wederom gematigd zal zijn, blijft de omgeving dynamisch. De verschillen tussen en ook binnen de regio's nemen toe. Het terughalen van productiefaciliteiten (reshoring) in plaats van 'outsourcing' vindt nu in diverse landen plaats, waardoor een meer regionale focus ontstaat en de globalisering in de producten- en dienstensectoren wat afneemt. Het monetaire beleid houdt een belangrijke rol en de totale omvang van kwantitatieve verruiming zal zelfs dat van 2014 ruim overtreffen. Weliswaar zijn deze monetaire experimenten risicovol en is de lage rente dramatisch voor spaar- en pensioengelden, maar de ondersteuning is nog steeds noodzakelijk om consumenten- en producentenvertrouwen en de welvaart te stimuleren en een nieuwe crisis te voorkomen of uit te stellen. →



De rendementen zullen in 2015 waarschijnlijk lager zijn dan voorheen, maar voor aandelen nog een mooi positief rendement opleveren. Binnen aandelen zijn de verschillen groot en kunnen deze in de loop van het jaar wijzigen. Ook voor onroerend goed zien wij nog mogelijkheden. In de Angelsaksische landen zal de renteverhoging naar verwachting een lichte opwaartse druk op de kapitaalmarktrente tot gevolg hebben. Binnen obligaties zien wij nog waarde in staatsleningen van de periferie en in bedrijfsobligaties. Grondstoffen houden het in 2015 moeilijk. 

Asset allocatie

Tactische asset-allocatie	visie*	Obligaties	visie
Aandelen	licht overwegen	Staatsobligaties*	onderwegen
Obligaties	onderwegen	Niet-staatsobligaties AAA / AA*	onderwegen
Grondstoffen	onderwegen	Niet-staatsobligaties A / BBB*	overwegen
Onroerend goed	licht overwogen	High yield debt**	negatief
Alternatieve beleggingen**	licht overwogen	Emerging market debt**	licht positief
Liquiditeiten	neutraal	Inflation-linked obligaties**	negatief
		Gemiddelde looptijd*	onderwegen

* t.o.v. strategische (op risicoprofiel van cliënt gebaseerde) weging

** hedgefondsen en overig

* t.o.v. benchmark Citigroup Euro Broad Investment Grade All Index

** niet in benchmark

Aandelenregio's	neutrale weging	visie	Aandelen: stijl en marktkapitalisatie	visie
Europa	45%	neutraal	Groei- versus waarde aandelen	groei
Noord-Amerika	30%	overwegen	Large caps versus mid & small caps	large caps
Pacific developed markets*	10%	neutraal		
Emerging markets	15%	licht onderwegen		

* Japan, Australië, Nieuw-Zeeland, Hong Kong en Singapore



GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateeg


Nog kansen voor onroerend goed

De komende jaren zullen de huren zich stabiel ontwikkelen en dit geeft onroerend goed maatschappijen meer zekerheid. De sterke outperformance over de laatste jaren gaat wel ten koste van de toekomstige rendementen, waardoor de koersstijgingen beperkter zullen worden.

De laatste jaren is weinig gebouwd waardoor het aanbod en de leegstand in diverse deelmarkten is verminderd. Door lagere werkloosheid, lagere huizenprijzen en inkomensgroei verbeterde de betaalbaarheid van woningen duidelijk. Het economische herstel, hoewel traag, zal leiden tot een hogere vraag en hogere prijzen. Het aantal transacties neemt al toe en ook huren en prijzen stijgen.

Beleggers eisen een hoger nettorendement omdat bijvoorbeeld de markt voor winkels en kantoren een stuk onzekerder zijn geworden door meer internetverkoop, thuiswerk en "pop-up" winkels. De laatste jaren zijn onroerend goed ondernemingen goed geherkapitaliseerd en nieuwe leningen zijn tegen relatief lage kosten beschikbaar. Het dividendrendement voor onroerend goed ondernemingen is aantrekkelijk in vergelijking tot de huidige rentestanden en zullen verder toenemen. Amerikaanse onroerend goed ondernemingen zullen naar verwachting de dividenduitkeringen met ten minste 8% verhogen.

“Onroerend goed ondernemingen
zijn goed geherkapitaliseerd”

Voor de onroerend goed markt is de renteontwikkeling belangrijk en kunnen renteverhogingen en een stijging van de kapitaalmarktrente voor onrust zorgen. Voorlopig houden centrale banken de rente echter laag en wij verwachten ook dat de kapitaalmarktrente slechts beperkt op zal lopen. Verder profiteert de categorie van de inflatie in activa als gevolg van het monetaire beleid. 






GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateeg

Verzwakking Euro ten opzichte van meeste andere valuta

Wij verwachten dat de dollar ook in 2015 de leidende munt blijft. De Amerikaanse economie ligt voor op die van andere landen en ook wat betreft monetair beleid. Ten opzichte van de euro verwachten wij in de loop van het jaar een verdere versterking van de dollar tot rond de 1,15.

De euro zal verder verzwakken ten opzichte van de meeste andere valuta. Kwantitatieve verruiming begint eigenlijk pas en de kans dat de ECB staatsleningen zal opkopen is realistisch. De economische zwakte en de deflatieangst zullen slechts geleidelijk aan verdwijnen.

De Zwitserse centrale bank zal de frank verdedigen op het niveau van 1,20 ten opzichte van de euro. Voor het Britse pond is een lichte stijging mogelijk doordat het VK verder is in de cyclus. 





GESCHREVEN DOOR

Frank Vrancken
Group Asset Allocation
Committee KBL *epb*


Nog geen reden voor optimisme bij grondstoffen

Grondstoffen waren in 2014 één van de weinige beleggingen die verlies opleverden. De gematigde economische ontwikkelingen en met name een lagere vraag vanuit China zorgden voor deze terugval. Hoewel een groot deel van het negatieve nieuws al in de prijzen verwerkt lijkt, zijn de vooruitzichten nog geen reden voor optimisme. Wij handhaven dan ook onze onderwogen positie. Ook hierbinnen zijn de verschillen groot.

De industriële metalen lijden onder de verschuiving in China van industrie naar diensten. Toch presteerden deze metalen beter dan andere grondstoffen. Koper daalde bijvoorbeeld minder dan olie.

Olie maakt de diepste val door in 2014 door de stijgende productie van schalieolie in de VS. Hierdoor daalde de internationale vraag en verdedigden OPEC-leden hun marktpositie in plaats van voor prijsherstel te kiezen. Ook Saoedi-Arabië gaf niet toe. De olieprijs kan langdurig onder druk blijven, ook al omdat Saoedi-Arabië de winstgevendheid van Amerikaanse olieproducenten wil testen.

De edele metalen en vooral goud kampen met de sterke dollar en de goudprijs daalde daardoor fors. Omdat we een verder versterking van de dollar verwachten, zal de goudprijs hierdoor voorlopig onder druk kunnen blijven. Wel neemt de vraag vanuit opkomende markten weer toe en de lagere goudprijs heeft inmiddels ook geleid tot meer investeringsdiscipline bij de goudmijnbouw.

De agrarische grondstoffen zijn volatiel op grond van onzekere weersomstandigheden en daardoor oogsten. Het afgelopen jaar waren deze goed en werden grote voorraden aangelegd. Toch zal met name de vraag uit de opkomende markten voorlopig fors toenemen. 





GESCHREVEN DOOR

Paul Broholm
Directeur Investments

Globalisering neemt af

Hoewel de economische groei in 2015 wederom gematigd zal zijn, blijft de omgeving dynamisch. De verschillen tussen en ook binnen de regio's nemen toe.

Het terughalen van productiefaciliteiten (reshoring) in plaats van 'outsourcing' vindt nu in diverse landen plaats, waardoor een meer regionale focus ontstaat en de globalisering in de producten- en dienstensectoren wat afneemt. Het monetaire beleid houdt een belangrijke rol en de totale omvang van kwantitatieve verruiming zal zelfs dat van 2014 ruim overtreffen. Weliswaar zijn deze monetaire experimenten risicovol en is de lage rente dramatisch voor spaar- en pensioengelden, maar de ondersteuning is nog steeds noodzakelijk om consumenten- en producentenvertrouwen en de welvaart te stimuleren.





Economische prognoses

Economische groei (JoJ)	2014	2015	2016	Inflatie (CPI)	2014	2015	2016
Eurozone	0,8	1,1	1,5	Eurozone	0,4	0,5	0,9
Verenigde Staten	2,3	3,0	2,6	Verenigde Staten	1,6	0,8	2,1
Japan	0,7	1,4	1,5	Japan	2,7	1,5	1,8
Verenigd Koninkrijk	3,0	2,7	2,4	Verenigd Koninkrijk	1,4	1,5	2,0
Nederland	0,8	1,4	1,6	Nederland	0,8	0,4	1,2
Opkomende economieën*	4,4	5,0	5,2	Opkomende economieën*	5,5	5,6	5,2

*: prognoses Internationaal Monetair Fonds voor 'emerging and developing economies'

Valuta's & olie	5/12/14	+3 M	+12 M		5/12/14	+3 M	+12 M
Amerikaanse dollar (per euro)	1,23	1,20-1,30	1,10-1,20	Japanse yen (per euro)	149	140-150	135-155
Pond sterling (per euro)	0,79	0,78	0,75	Brent (dollar per vat)	68	60-80	65-85

Korte rente	5/12/14	+3 M	+12 M	Lange rente	5/12/14	+3 M	+12 M
(officiële tarieven)				(10-jaars staatsobligaties)			
ECB herfinancieringsrente	0,05	0,05	0,05	Eurozone (c.q. Duitsland)	0,8	1,0	1,3
Federal funds target rate	0-0,25	0-0,25	1	Verenigde Staten	2,3	2,5	2,7



GESCHREVEN DOOR

Robert Greil
Group Asset Allocation
Committee KBL *epb*

Fragiel herstel eurozone mede door sancties

In 2014 keerden de meeste Europese landen terug naar economische groei, hoewel deze in het tweede halfjaar helaas al weer afzwakte. De vrees voor een nieuwe recessie neemt toe. De binnenlandse vraag en investeringen in de eurozone vallen tegen, terwijl deze cruciaal is nu de exportgroei afzwakt. De export staat onder druk als gevolg van de sancties van en tegen Rusland en de economische afzwakking in enkele opkomende landen.

Omdat Rusland slechts goed is voor minder dan 5% van de totale Europese export, valt de directe invloed op de handel tot nu toe mee. Het gevaar bestaat echter dat het economische vertrouwen daalt. De hogere exportgroei naar VS, het VK en Azië compenseert deze terugval deels. De lagere eurokoers kan deze groei verder verhogen. Voor 2015 verwachten wij een groei voor de eurozone die boven die van 2014 uitkomt, maar slechts 1,1% zal bedragen.

Landen als Duitsland en Spanje kunnen naar verwachting een hogere groei behalen. Door de lage werkloosheid en stijging van de lonen zullen de Duitse consumentenbestedingen aantrekken en de vertraging in exportgroei compenseren. Spanje komt de eerdere forse recessie te boven. De doorgevoerde hervormingen op de arbeidsmarkt zorgen voor verbetering. Daarin blijft Italië nog steeds achter en premier Renzi gaat vooralsnog niet verder →





dan hoop bieden op structurele hervormingen. De eerste voorstellen zijn gedaan, maar of deze tot uitvoering komen is vooralsnog onzeker. Het land verkeert voor het derde jaar op rij in recessie en zal in 2015 slechts beperkt groeien. In Frankrijk blijven zelfs zulke plannen al uit. Het onduidelijke economische beleid zal hier leiden tot verdere druk op de consumentenbestedingen en investeringen en daardoor lage groei.

“Duitsland en Spanje kunnen naar verwachting een hogere groei behalen”

Naast Spanje zullen ook de andere voormalige crisislanden Portugal, Ierland en Griekenland verder herstellen. Portugal en Spanje houden in 2015 verkiezingen. In Griekenland betreft het mogelijk parlementaire verkiezingen en kan daarmee het huidige meer pro-Europa klimaat veranderen. Een opleving van de eurocrisis zou het gevolg kunnen zijn, maar wij achten de kans hierop klein.

De economie in het VK blijft goed draaien door zowel consumentenbestedingen, investeringen en een krachtige dienstensector. De economische groei zal met 2,7% iets lager uitkomen dan in 2014, maar na het krachtige herstel nog altijd hoog zijn. In 2015 ligt de nadruk in het VK op een renteverhoging en discussies over het verlaten van de eurozone. In mei zijn er immers verkiezingen, waarbij Europa kritische partijen als Ukip mogelijk meer macht krijgen.

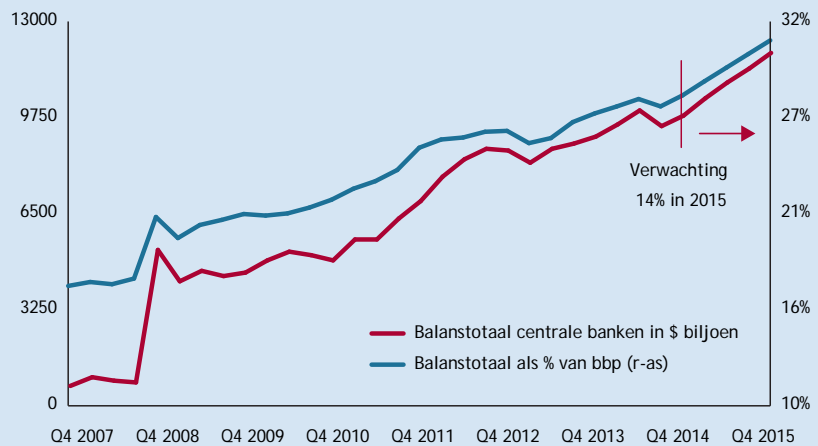
“Economische groei in de Eurozone in 2015 zal versnellen”

DRAGHI KAN HET NIET ALLEEN

Wij verwachten dat de Bank of England (BoE), de rente in het najaar zal verhogen. De Europese Centrale Bank daarentegen voert het ruime monetaire beleid juist nog verder op. De ECB startte al met meer onconventionele maatregelen om de lage inflatie te bestrijden, zoals een opkoopprogramma voor “covered obligaties” (door onderpand gedekte leningen) en “asset backed securities” (aan onderpand gerelateerde effecten). Hierdoor neemt het risico op de balansen van banken af en neemt de ruimte voor kredietverlening toe. Bankers zouden een deel van de bijna € 17 biljoen aan leningen die in de eurozone uitstaan in ABS-en kunnen splitsen. →



Ontwikkeling balansen centrale banken (Fed, BoE, ECB en BoJ)



Bron: ThomsonReuters Datastream,
TGB Investments

Daarnaast kunnen banken meer bij de ECB lenen tegen lage kosten mits zij de middelen gebruiken voor kredietverlening. Het opkopen van staatsobligaties stuit nog op weerstand. Om de balansuitbreiding van € 1 biljoen over twee jaar te realiseren is het opkopen van staatsleningen in principe niet noodzakelijk, maar het zou het beleid wel flexibeler en eenvoudiger maken.

De maatregelen van de ECB zullen de kredietverlening geleidelijk verbeteren. De deflatieangst zal voorlopig aanhouden, vooral in de perifere landen, maar door stabilisatie van grondstofprijzen en de lagere eurokoers zal de inflatie geleidelijk toenemen.

Door de ECB krijgen overheden meer tijd voor structurele hervormingen, maar neemt de druk op de regeringen om in actie te komen daardoor juist ook af. De echte problemen worden ook in 2015 nog niet opgelost en de begrotingstekorten blijven hoog. De voorzitter van het IMF, Christine Lagarde, pleitte voor het loslaten van de maximale schuld-eis van 60% in de eurozone. Indirect doet de Unie dit al, want het actuele percentage ligt rond de 95%. Verder zou Europa meer moeten investeren en minder bezuinigen. De overheidsinvesteringen in infrastructuur zullen de komende vijf jaar toenemen met zo'n extra €300 miljard. Duitsland heeft tot 2018 € 10 miljard ingepland, maar een verdere verhoging is aannemelijk. Samen met een verbeterende arbeidsmarkt, lagere olie- en grondstofprijzen en de lagere eurokoers kunnen deze extra uitgaven de economische groei de komende jaren ondersteunen.

Wij verwachten dat de economische groei in de Eurozone in 2015 zal versnellen en dan vooral in de tweede jaarhelft. Verder zal de deflatieangst geleidelijk verminderen en zullen de inflatieverwachtingen langzaam oplopen. Vergelijkingen met de langdurige deflatie en malaise in Japan ("Japanificatie") zullen in de loop van het jaar eveneens minder overeenkomsten opleveren.



GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateeg

Lichte groeiversnelling in de Verenigde Staten

De economische groei in de Verenigde Staten blijft hoger dan die van de meeste andere ontwikkelde landen. De belangrijkste pijlers voor groei blijven de kredietgroei, “reshoring”, de schaliegas en -olierevolutie, investeringen en innovatie. Het land slaagde er snel in om een stagnatie te voorkomen door faillissementen en schuldsaneringen toe te laten, door een ruim monetair beleid en door stimulerende maatregelen vanuit de overheid. De omvang van de Amerikaanse economie ligt nu zo’n 8% boven het eerdere piekniveau, terwijl de eurozone hier nog altijd 3% onder ligt. Voor 2015 verwachten wij een groei van zo’n 3%. Dit is slechts iets hoger dan de gemiddelde groei sinds 1990, maar duidelijk boven de gerealiseerde groeipercentages sinds de crisis in 2009.

De reductie van de schulddispositie van huishoudens was relatief pijnloos omdat bewoners in verschillende staten de mogelijkheid hadden om hun huis bij de bank achter te laten zonder de hypotheekschuld terug te betalen. Amerikaanse banken werden óf verplicht geherkapitaliseerd óf gingen failliet. De output gap, het verschil tussen de feitelijke economische groei en de potentiële economische groei die mogelijk is met de huidige productiecapaciteit, is nog steeds negatief maar verbeterde wel de afgelopen jaren. Hierdoor blijft de inflatiedruk gematigd. →

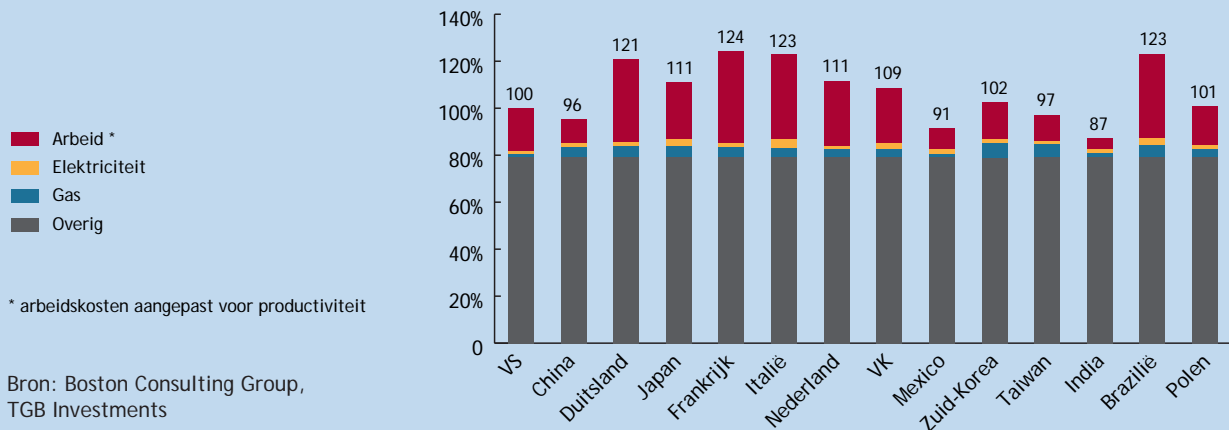




RESHORING NEEMT TOE DOOR VERBETERDE CONCURRENTIEPOSITIE

Reshoring betekent het terughalen van productiefaciliteiten naar het eigen land in plaats van 'outsourcing'. Deze trend is sinds 2010 in de VS zichtbaar. De concurrentiepositie van de VS verbeterde. De relatief aantrekkelijke loon- en productiviteitsontwikkelingen, de dalende energielasten en de langdurige onderwaardering van de dollar zorgden voor een betere concurrentiepositie in met name de industrie. Volgens een onderzoek van de Boston Consulting Group liggen de gemiddelde productie-kosten in de VS zo'n 20% lager dan die in Brazilië, Frankrijk en Italië en slechts 5% hoger dan die in China. BCG geeft tevens aan dat 54% van de in de VS gevestigde industriële ondernemingen met een omzet van meer dan \$1 miljard overweegt om faciliteiten in China naar de VS terug te halen. Ongeveer 20% van de bedrijven haalde al productie vanuit China terug naar de VS. Hetzelfde onderzoek geeft aan dat reshoring de komende 10 jaar op zijn minst 0.5%-punt zal bijdragen aan het bbp en zo'n 2 tot 3 miljoen banen zal creëren, waarvan zo'n 600.000 tot 1 miljoen in de industriële sector. Dit komt neer op zo'n 5 tot 8% van het huidige aantal werknemers in die sector.

Concurrentieposities



Het gebruik van robots zal werknemers vervangen. Sinds 2005 is het gebruik van het aantal industriële robots wereldwijd met 70% toegenomen, terwijl de werkgelegenheid in de Amerikaanse industriële sector met 15% daalde. In 1970 werkte bijna 30% van de werknemers in de industrie, hetgeen gedaald is tot 14%. Ook al wordt industrie niet meer zo'n belangrijke sector voor de werkgelegenheid als het ooit was, maar sinds het dieptepunt in 2010 komen er banen bij.

Lonen en productiviteit ontwikkelen zich ook gunstig. De loonstijging is tot nu toe beperkt en stijgt pas de laatste maanden, terwijl de productiviteit duidelijk verbetert en gunstiger verloopt dan in andere landen. Schalieolie en -gas en gunstige belasting-tarieven zorgen eveneens voor concurrentievoordeel door lagere energielasten. De elek- →



triciteitskosten in de VS liggen zo'n 50% onder die van Europese bedrijven en 40% onder die van Chinese. Voor gas zijn die verschillen nog groter. De VS is per saldo bijna energie-onafhankelijk en deze verandering is snel gegaan. Sinds de bodem in olieproductie van 5 miljoen vaten per dag in 2007, is de productie met 60% gestegen tot zo'n 9 miljoen vaten per dag.

NIEUWE TECHNOLOGIEËN ZWAKKEN GLOBALISERING AF

Naast lonen, productiviteit en energielasten worden ook opleiding en vaardigheden van personeel en logistieke overwegingen als redenen genoemd om activiteiten naar de VS terug te halen. Industrie wordt hierdoor iets meer regionaal. De outsourcing trend neemt af en maakt plaats voor relatief efficiënte fabrieken die dicht bij de afnemers staan. Waarschijnlijk zal de industrie van de nieuwe generatie, zoals 3D-printers, deze richting nog versterken. Zo'n beweging is ook zichtbaar in de dienstensector, een sector die de laatste jaren belangrijker wordt. Automatisering betekende eerst vooral de vervanging van industriële werknemers door machines. Nu worden verkoopmedewerkers, reisbureaus en makelaars vervangen door het gebruik van internet, waar klanten zelf alles invoeren. Door internet zoeken consumenten naar de laagste prijs, delen zij hun auto's of huizen ("autodelen", 'Uber' of "AirBnB") waardoor inflatie maar ook economische groei structureel wat lager uit zal komen. De omzet van hotels, vliegtickets, taxiriten, communicatie e.d. staan onder druk, wat maar gedeeltelijk wordt goedge maakt door extra bestedingen als gevolg van een hoger besteedbaar inkomen bij de consument.

Verder zullen de investeringen in de VS toenemen. De bestaande productiefaciliteiten van ondernemingen zijn verouderd. De gemiddelde leeftijd van machines is nu zo'n 22 jaar en zo oud is sinds 1956 niet meer voorgekomen en ook hoger dan bijvoorbeeld in Europa. Ook hier geldt dat de investeringen ten opzichte van de omzet dalen als gevolg van nieuwe verdienmodellen bijvoorbeeld via internet.

MINDER AMERIKAANSE OVERHEIDSBEZUINIGINGEN

Tot slot zal de overheid de groei minder drukken dan in de afgelopen jaren. Obama krijgt het in zijn laatste twee jaar nóg moeilijker om te regeren nu de Republikeinen een meerderheid hebben in zowel de Senaat als het Huis van Afgevaardigden. Toch lijken de partijen meer met elkaar te willen samenwerken en zal verhoging van het schuldplafond, die in maart weer op de agenda staat, een minder heet hangijzer worden dan in 2011 en 2013. Lagere overheden maken meer gebruik van de lage rente om in wegen, bruggen en andere infrastructuur te investeren.

Het is belangrijk om een zogenoemde "secular stagnation"* ofwel structurele stagnatie te voorkomen door bijvoorbeeld overheidsbestedingen en consumptie te stimuleren. →




Consumptiegroei is moeilijk ten tijde van het verminderen van de schuldpositie, maar Amerikaanse huishoudens staan er duidelijk beter voor en het grootste deel van de overheidsbezuinigingen is achter de rug. Bovendien daalt de werkloosheid en beginnen lonen te stijgen.

Normaal gesproken probeert de Amerikaanse overheid met investeringen en bestedingen de economie uit het slop te halen. Tijdens de vorige 3 crises droegen overheidsbestedingen in de 51 maanden na de crisis gemiddeld zo'n 10% tot 20% bij aan het groeiherstel, maar sinds 2009 bleven de overheidsbestedingen slechts beperkt**. Een analyse van het IMF toont aan dat bestedingsimpulsen vanuit de overheid voor een sterk en langdurig positief effect op de economie zorgt***, vooral in tijden van een lage economische groei.

Zo leidt een extra publieke besteding van 1%-punt van het bbp in een lage groeiomgeving tot een stijging van output van ongeveer 1½% in hetzelfde jaar en van 3% op de middellange termijn. Maar er is angst dat de staatsschuld dan helemaal onhanteerbaar wordt. Hiervan zegt het IMF dat publieke investeringen juist kunnen leiden tot een lagere schuldpositie op zowel korte als langere termijn omdat de economische groei toeneemt. Sterker nog, het effect is nog positiever als de investeringen met geleend geld worden gefinancierd dan wanneer deze budgetneutraal worden gedaan. Uiteraard geldt wel de voorwaarde dat de productiviteit en winstgevendheid van het project toegevoegde waarde hebben.

EERSTE RENTEVERHOGING FED MEDIO 2015

De Amerikaanse centrale bank beëindigde het opkoopprogramma (QE 3) eind oktober. Sinds 2008 verdubbelde de Amerikaanse geldhoeveelheid. Op dit moment heeft de Fed 17% van de Amerikaanse staatsobligaties in bezit. De Fed zal deze obligaties niet snel verkopen. Wij verwachten zelfs dat de rentebetalingen in leningen worden geherinvesteerd en dat de meeste leningen tot aan het einde van de looptijd worden aangehouden. Tot nu toe maakt de Fed winst op deze posities, doordat de obligaties in waarde toenamen. Wij verwachten dat de Fed medio 2015 de rente verhoogt, gevolgd door een reeks van verdere verhogingen. Toch zal het rentetarief duidelijk onder de niveaus uit het verleden blijven. De werkgelegenheid, inflatie en inflatieverwachtingen blijven immers onder de gewenste niveaus. De werkloosheid is weliswaar gedaald, maar het blijft moeilijk om aan een geschikte baan te komen. Wel verwachten beleggers dat de Fed de rente langere tijd lager zal houden dan de Fed-leden zelf aangeven. Dit kan zorgen voor tijdelijke teleurstellingen op de markten. 

* De term werd voor het eerst in 1937 gebruikt door Alvin Hansen en vorig jaar opnieuw onder de aandacht gebracht door Larry Summers. Het gaat uit van een economische stagnatie door een gebrek aan consumentenvraag en investeringen en dat geen volledige werkgelegenheid dan wel volledig gebruik van de productiecapaciteit wordt bereikt. De reële rente zou sterk negatief moeten zijn. Summers is een economieprofessor en werkte als minister van Financiën onder Clinton en als directeur van de Nationale Economische Raad voor Obama.

** Bureau of Economic Analysis

*** IMF Outlook October 2014, p82



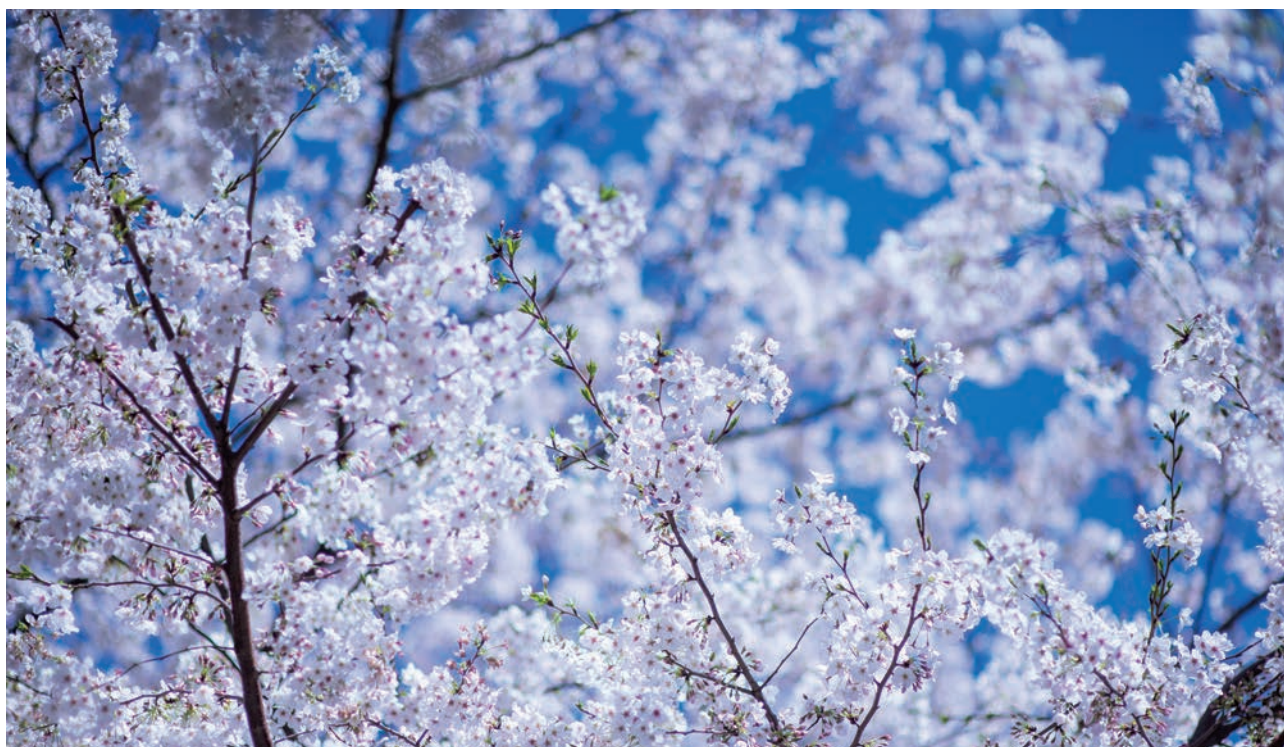
GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateeg

Structurele veranderingen nodig in Japan, maar invoering is traag

Japan kon een stagnatie sinds de jaren negentig niet voorkomen. Nog altijd krijgt het land de economie niet structureel op de rit. De btw-verhoging afgelopen april bleek achteraf een verkeerde beleidsbeslissing. Voor de verhoging besteedden de consumenten veel meer, maar erna was de terugval forser en langduriger dan verwacht. In het derde kwartaal raakte Japan voor de vierde keer in zeven jaar in een recessie. Lonen gecorrigeerd voor inflatie dalen en hebben een negatieve invloed op het vertrouwen en de bestedingen. In de afgelopen 20 jaar is Japan de helft van haar marktpositie kwijtgeraakt en door de deflatie bleef de reële rente te hoog.

Wel zijn er enkele positieve ontwikkelingen aan te wijzen. De output gap is de laatste twee jaar positief, waarbij ook de potentiële groei van het land licht steeg. Veel ondernemingen hanteren prijzen in dollars en hebben de koersval van de yen nog niet aangegrepen om de prijzen te verlagen. Daardoor verbeterden de winstmarges. Met het extra aankoopprogramma van de Bank of Japan, de hernieuwde druk op de yen en recente prijsverlagingen begint de exportgroei te versnellen. Daardoor is Japan een geduchte concurrent geworden van andere producenten van zwaardere machines, zoals bedrijven in Korea, Taiwan en Duitsland. De productiviteit verbetert, terwijl de schuldposities van ondernemingen inmiddels zijn verbeterd. →





Een andere ondersteunende factor voor groei zou de herstart van nucleaire kernreactoren zijn, waardoor de energielasten voor ondernemingen en huishoudens dalen en de uitstroom van gelden door de import van energie verminderen. Hoewel de elektriciteitsrekening voor Japanse huishoudens sinds Fukushima met ruim een vijfde is toegenomen, is de bevolking geen voorstander van een herstart. Japan sloot 54 reactoren, die goed waren voor 30% van de stroomvoorziening. Als 20 reactoren weer operationeel zouden worden, dan zou het handelsbalanstekort met 20% verminderen. Wij verwachten dat de Japanse economie in 2015 1,4% zal groeien.

ADDITIONELE STEUN VAN DE BANK OF JAPAN

De extra monetaire verruiming door de Bank of Japan houdt de rente laag en zorgt daarmee voor een relatief eenvoudige financiering van de hoge staatsschuld en het begrotingstekort. Op dit moment heeft BoJ meer dan 20% van het aantal uitstaande Japanse staatsleningen in handen. De BoJ koopt tenminste 15% meer obligaties op en verdrievoudigt de aankoop van aandelen en onroerend goed. Met de aankoop van obligaties vangt het de verkoopdruk op van het Japanse staatspensioenfonds (GPIF). Dit fonds gaat internationaler en gespreider beleggen. Dit betekent een uitstroom uit Japanse obligaties richting obligaties buiten Japan en naar Japanse en internationale aandelen. GPIF heeft een vermogen van ¥ 127 biljoen en deze veranderingen hebben daarmee een sterke invloed op de internationale financiële markten. Ook zal GPIF in Japan samen met de overheid investeren in infrastructuur.

“Japan is een geduchte concurrent van andere producenten van zwaardere machines”

Met de BoJ acties koopt premier Abe tijd. Het eerdere voornemen om de omzetbelasting eind 2015 nogmaals te verhogen van 8% naar 10% is uitgesteld tot 2017. Dit is gunstig voor de groei maar slecht voor de begroting en ontwikkeling van de staatsschuld. Monetaire financiering blijft de komende jaren noodzakelijk om een dramatisch scenario te voorkomen. Abe wil de vennootschapsbelasting verlagen, de participatiegraad van vrouwen in het arbeidsproces vergroten en het bestuur van bedrijven verbeteren. Een groot probleem is de vergrijzing van de bevolking en de weerstand om immigratie te bevorderen, zodat arbeidsschaarste groot is. Een verschil met de eerdere mislukte experimenten om de groei te bevorderen is dat nu een combinatie wordt gezocht in het aanwakkeren van inflatie en focus op groei door investeringen, loongroei en werkgelegenheid te stimuleren. In 2015 is de kans op zowel positieve als negatieve verrassingen voor de economie groot. Gecorrigeerd voor belastingen en hogere importprijzen blijft de inflatie beperkt en blijft dit een bron van zorg.



GESCHREVEN DOOR

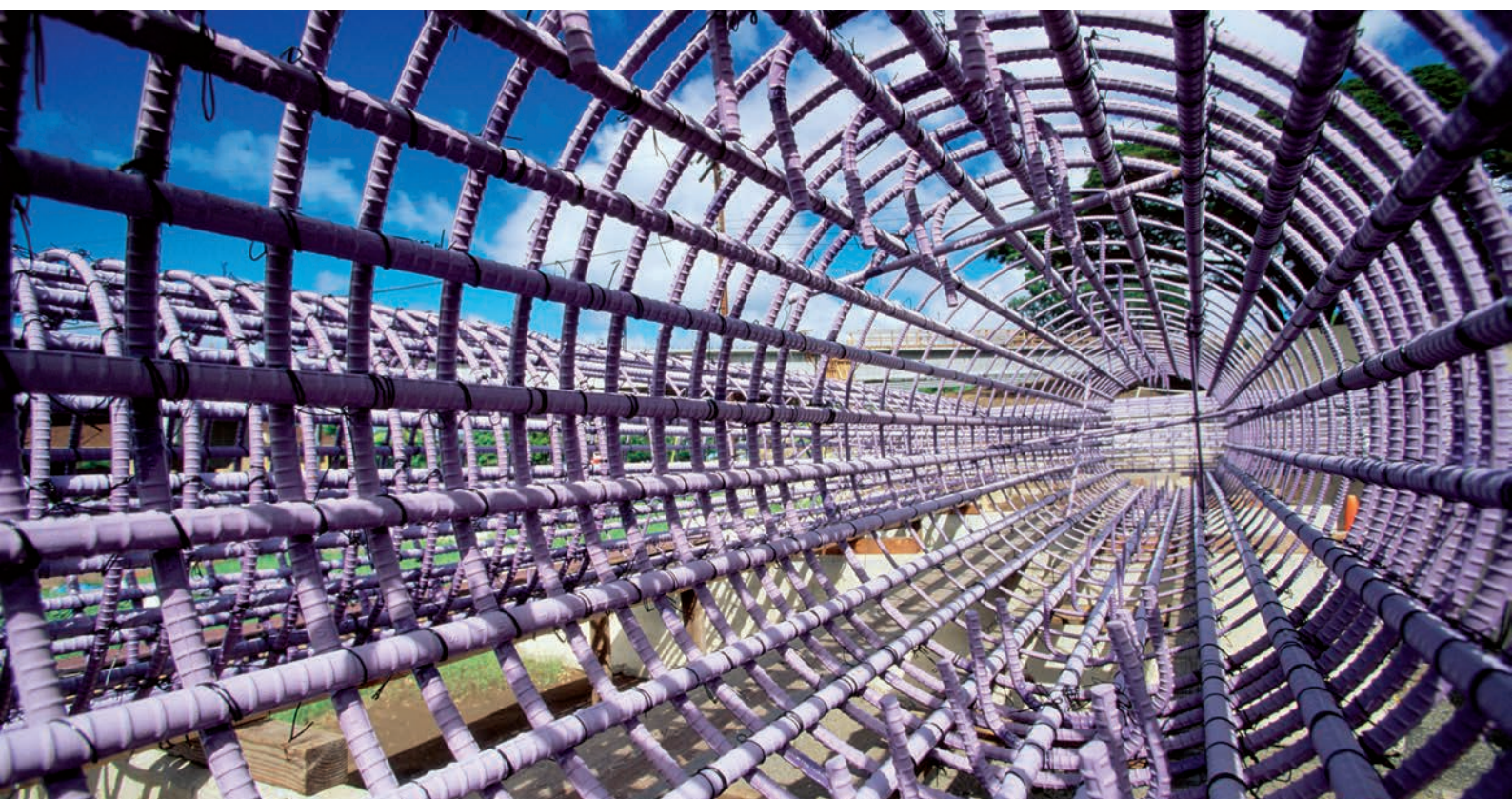
Ineke Valke
beleggingsstrateeg

Tweedeling in de opkomende markten

De verschillen in groeitempo binnen de opkomende markten blijven groot. Voor 2015 gaat het IMF uit van een economische groei van 5%, met grote verschillen tussen landen en regio's. De daling van de grondstofprijzen leidt tot een tweedeling van landen die nadeel ondervinden omdat zij grondstoffen exporteren en van landen die hiervan profiteren door lagere importlasten.

Grondstof exporterende landen als Brazilië en Rusland kampen met een terugval in de economische groei, die ook in 2015 aan de lage kant blijft. Landen die grondstoffen importeren zoals India, Turkije en China profiteren juist van de lagere prijzen. Lagere prijzen leiden ook tot een lagere inflatie, waardoor een ruimer monetair beleid mogelijk is. De stijging van de dollar zorgt daarentegen voor een opwaartse druk op inflatie en mogelijk tot onttrekking van gelden uit de opkomende markten, waarbij landen met een tekort op de lopende rekening risico lopen. Omdat de verschillen tussen de landen groot zijn, is het noodzakelijk om in meer detail op de verschillende landen in te gaan.

Wij verwachten dat de economische groei in 2015 in China verder afzwakt tot rond de 7%. De onzekerheid rond de groeiverwachtingen blijft groot door verschillende ontwik- →






kelingen. Zo ligt de nadruk van het overheidsbeleid sinds kort meer op milieu, welzijn en onderwijs. Overcapaciteit en de omvang van ‘schaduwbanken’ (niet-bancaire financiering door bijvoorbeeld hedge fondsen, geldmarktfondsen en kredietverschaffende winkels) worden gereduceerd en de hypotheekverstrekking kent strengere voorwaarden. De schuld omvang blijft echter problematisch.

Een lagere inflatie maakt fiscale en monetaire ondersteuning mogelijk, waarbij het continue handelsbalansoverschot de yuan steunt ten opzichte van de dollar. Verder stimuleert China buitenlandse investeringen en biedt het commerciële ondernemingen meer kansen dan ondernemingen die in staatshanden zijn. Die laatste categorie moet de schulden terugbrengen, de winstgevendheid verbeteren en meer aan Beijing afdragen. Verder vinden financiële hervormingen plaats zoals het verdrag tussen de beurzen van Hong Kong en Shanghai.

“Economische groei in China zal in 2015 verder verzwakken”

India voerde onlangs een aantal indrukwekkende hervormingen door die de binnenlandse economie zal veranderen. Hervormingen op de arbeidsmarkt, het stopzetten van de benzinesubsidie en het stimuleren van buitenlandse investeringen in India zijn goed voor de economie en de geldstromen. De centrale bank van India wint aan geloofwaardigheid door inflatie te willen terugdringen, die in 2014 ruim 7% bedroeg. De economische groei kan in 2015 versnellen tot boven de 6%.

De andere twee BRIC-landen, Brazilië en Rusland worden hard getroffen door de daling van de grondstofprijzen. De herkozen president van Brazilië, Dilma Rousseff, zal de overheidsbestedingen moeten beperken om een verlaging van de kredietbeoordeling te voorkomen. De economie groeit nog maar net en de valutakoers staat onder druk. Het officiële rentetarief staat nu op 11,75% en dit moet de Real versterken en het vertrouwen in het monetaire beleid vergroten.

Ook voor Rusland zijn de vooruitzichten matig met nauwelijks groei in de komende twee jaar. De inflatie in Rusland steeg fors, zeker nadat de waarde van de roebel, onder invloed van de val van de olieprijs, onderuit ging. De lopende rekening en de begroting staan fors onder druk en hoewel de kans op een faillissement kleiner is dan in 1998, blijven Russische obligaties onaantrekkelijk zolang de omstandigheden niet verbeteren. 



GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateeg

Meer volatiliteit op de aandelenmarkten verwacht

De huidige omstandigheden met een verkleining van de negatieve output gap, lage rente, ruime monetaire beleid en beperkte inflatiedruk zijn gunstig voor aandelen. In 2015 zal de omvang van kwantitatieve verruiming ondanks dat de Amerikaanse Centrale Bank is gestopt, verder toenemen door extra acties van de Bank of Japan en de Europese Centrale Bank. De waardering van aandelen stijgt over het algemeen wanneer de inflatie tussen de 2 en 3% ligt en de economie licht groeit. In een periode waarin de inflatie onder de 1% ligt, dalen de waarderingen meestal, hetgeen zichtbaar was bij Europese aandelen. Door het ruime monetaire beleid zijn beleggers minder risicoavers.

De aandelenkoersen lijken echter ontkoppeld van de economie. De aandelenrendementen liggen immers boven de trage economische groei en de winststijgingen. Toch verwachten wij dat de aandelenmarkten verder kunnen stijgen, waarbij de rendementen wel onder de historische gemiddelden zullen liggen en de risico's toenemen. De lage volatiliteit →



van de laatste jaren zal toenemen. Toch corrigeren aandelenmarkten meestal niet fors zolang sprake is van economische groei. Andere factoren die gunstig zijn voor aandelen zijn een gebrek aan goed renderende alternatieven en uiteraard winstgroei, overnames en waarderingen die niet extreem zijn. Wij verwachten dat de dollar verder zal versterken en historisch gezien doen aandelen het beter wanneer de dollar stijgt.

WAT ZIJN DE RISICO'S VOOR AANDELEN?

Wij verwachten dat de renteverhogingen door de Bank of England en de Fed geen grote en langdurige negatieve invloed op de aandelenmarkten zullen hebben. In het verleden stegen aandelen ook tijdens de eerste renteverhogingen en hogere rentestanden nog vrij lang door. Wel zijn tussentijdse schokken aannemelijk.

De risico's voor de economische groei wereldwijd en die voor de financiële markten zijn groot. Onder andere de geopolitieke spanningen, de dreiging van een Ebola epidemie, een crash van de Chinese onroerend goed markt, een faillissement van Venezuela en Argentinië en sociale spanningen door inkomens- en welvaartsongelijkheid zijn risico's die het verloop van 2015 een andere wending kunnen geven. Ook de sterke dollar kan de druk bij verschillende landen opvoeren en uiteindelijk leiden tot een valuta- en handelsoorlog.

“De aandelenkoersen lijken ontkoppeld van de economie”

De economie kan in 2015 ook positief verrassen als het herstel in de Eurozone en Japan sneller doorzet en bestedingen toenemen. Dit is niet onrealistisch, zeker omdat de daling van de olieprijs met \$30 een verschuiving van rond de 1,5% van de wereld-economie teweegbrengt van olieproducenten naar olieconsumenten.


Op grond van deze onzekerheden hanteren wij vier scenario's. Ons basisscenario is die van een gematigde groei en een lichte stijging van de aandelenkoersen. De kans dat de eurozone een Japanscenario en een periode van deflatie ingaat, geven wij een kans van 10%. Dat de geopolitieke risico's en een Ebolapandemie de economie sterk zullen verstoren geven wij een kans van 25%. Het uiteenvallen van de eurozone lijkt, ondanks de diverse verkiezingen in Europese landen, ook voor 2015 niet aannemelijk. Tot slot kan de situatie ook snel verbeteren en deze mogelijkheid geven we een kans van 15%. Ons beleggingsbeleid zou dan, rekening houdend met diverse bewegingen, een optimale balans tussen risico en rendement moeten bieden.





AANDELENSTIJLEN: VOORKEUR VOOR DIVIDEND EN LARGE CAPS

Wij verwachten dat cyclische aandelen later in het jaar betere vooruitzichten krijgen maar zien in twee andere stijlen meer toegevoegde waarde, te weten dividend- en 'large cap' aandelen. Ondernemingen met een stabiel en hoog dividendrendement zijn volgens ons aantrekkelijk. In vergelijking tot de zeer lage reële rente, soms zelfs negatief, is dividend een goed alternatief. Dit verschil zal voorlopig hoog blijven. Daarbij zijn ondernemingen die het dividend kunnen verhogen favoriet, want een hoog dividendrendement alleen is niet genoeg. In sectoren als energie, telecommunicatie of nutsbedrijven ligt het dividendrendement nu immers op 5%, maar mede door koersdalingen als gevolg van teleurstelling over winsten en dividendverlagingen. De vooruitzichten voor Europese dividend aandelen verbeteren doordat een groot aantal bedrijven een stabiel dividendbeleid voeren en deze geleidelijk aan verhogen, bijvoorbeeld in de financiële sector.

Voor large caps, dus aandelen met een hoge beurswaarde, zijn wij ook positief met een voorkeur voor ondernemingen die prijs stellend zijn door sterke marktposities of een oligopolie markt. De waarderingen van kleinere ondernemingen liggen met 22 ruim boven die van de grotere. Bovendien verwachten wij dat de investeringen toenemen en hiervan profiteren grotere ondernemingen over het algemeen meer. Verder is de beschikbaarheid van kredieten of de toegang tot de kapitaalmarkten duidelijk in het voordeel van grotere ondernemingen. Ook zijn grotere concerns vaak transparanter en meer bestand tegen sterke fluctuaties bij bijvoorbeeld politieke turbulentie. 



GESCHREVEN DOOR

Ineke Valke
beleggingsstrateeg

Aandelenregio's verschillen sterk

GEDULD MET EUROPESE AANDELEN

Europese ondernemingen zullen in het nieuwe jaar profiteren van de lagere eurokoers. De helft van de omzet wordt buiten Europa gerealiseerd en de lagere euro en de verbetering in de VS zullen met een vertraging gunstig doorwerken op de winstgevendheid van ondernemingen. Een daling van de eurokoers van 10% ten opzichte van de dollar levert na verloop van tijd een extra winstgroei van 8% op. Toch hebben we op dit moment slechts een neutraal advies voor Europese aandelen als gevolg van de snelle afzwakking van de economische groei en de lagere verwachtingen.

De winstverwachtingen staan onder druk, maar de verwachte 11% winstgroei in 2015 lijkt nog aan de te positieve kant. Van de eerder verwachte winstgroei van 11% voor 2014 is nog maar zo'n 3% over. Hierdoor verbetert de vergelijkingsbasis, maar het risico van tegenvallers is groot, zeker omdat de winstontwikkeling van Europese ondernemingen de laatste 7 jaar verre van overtuigend is. Als de winstgevendheid en vooral de inflatie toeneemt, zullen wij een positievere aanbeveling voor Europese aandelen overwegen. Dit kan namelijk de aanzet zijn tot hogere waarderingen en een hogere winstgevendheid. Het dividendrendement is nu al historisch hoog ten opzichte van de kapitaalmarktrente. Verder bevelen wij posities aan in de Zuid-Europese aandelenmarkten.

“Door grote thuismarkt zijn Amerikaanse ondernemingen minder kwetsbaar”

AMERIKAANSE AANDELEN HEBBEN HET TIJ NOG MEE

Binnen aandelen hebben wij een voorkeur voor Amerikaanse en Japanse aandelen, waarbij wij onze visie na een paar maanden mogelijk al aanpassen op grond van waardering- en momentumoverwegingen. Amerikaanse aandelen hebben het immers in zes van de afgelopen zeven jaar al beter gedaan dan andere markten. Toch zien wij hier nog kansen voor een verdere outperformance. Het economische herstel sinds de crisis is namelijk →





trager dan gebruikelijk zodat de bedrijfscyclus zich nu nog pas in de eerste herstelfase bevindt, ondanks dat de huidige cyclus al vijf jaar oud is.

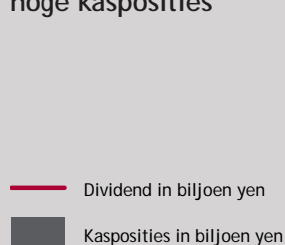
Wij denken dat deze hoge marges voorlopig niet sterk zullen dalen door goede kostenbeheersing, en een groter belang van de hogere renderende dienstensector. Bovendien blijft de druk van hogere lonen en investeringen vooralsnog beperkt. De sterkte van de dollar kan een rem zijn voor Amerikaanse ondernemingen. Door de grote thuismarkt zijn Amerikaanse ondernemingen echter minder kwetsbaar. Zij behalen zo'n 40% van de omzet en winsten uit het buitenland en van die 40% wordt een groot deel van het valutarisico direct afgedekt en door productiefaciliteiten buiten de VS een deel indirect afgedekt.

Wij verwachten dat de inkoop van eigen aandelen, waarvoor de laatste kwartalen zelfs 60% van de winst werd gebruikt, afneemt maar ook dat deze vervangen wordt door dividendverhogingen en investeringen. Het dividendrendement bedraagt nu 2,3%, relatief laag ten opzichte van andere regio's mede door een hoge weging van technologie. Gemiddeld genomen keren ondernemingen slechts 30% van de winsten uit.

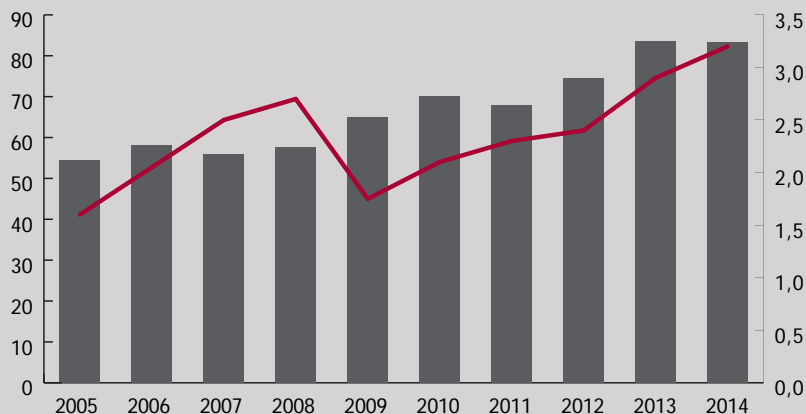
JAPANESE ONDERNEMINGEN VERBETEREN WINSTGEVENDHEID

Voor Japanse aandelen zijn wij eveneens positief voor de middellange termijn. Het opkoopprogramma van de Bank of Japan en de waarschijnlijke verlaging van de vennootschapsbelasting zijn positief. De arbeidslasten dalen nog altijd zo'n 4% per jaar doordat duurdere en oudere werknemers vervangen worden door goedkopere jongere parttimers. Tot nu toe kozen Japanse ondernemingen ervoor om de marges te verbeteren in plaats van de omzetvolumes, maar nu beginnen bedrijven het valutavoordeel in de prijzen te verwerken en marktaandeel te winnen. De winstgevendheid steeg al sterk. Met een verwachte exporttoename kunnen de ondernemingen ook in 2015 weer een winstgroei van meer dan 10% realiseren. →

Dividend zal stijgen gegeven hoge kasposities



Bron: Goldman Sachs,
TGB Investments





Ook de diversificatie in beleggingen van het Japanse pensioenfonds GPIF zal bijdragen. De winstgevendheid van Japanse ondernemingen is relatief laag en de productiviteit per gewerkt uur ligt 40% onder die van bijvoorbeeld Frankrijk. Toch kent Japan een hoge mate van innovatie en het rendement op het geïnvesteerde vermogen neemt toe. Ook komt de nadruk meer op goed management en een betere verhouding met de aandeelhouders. Japan is één van de landen met de hoogste omvang vaste lasten, waardoor de operationele winsten snel stijgen bij slechts een lichte toename van de omzet. Ook zijn de kasposities van ondernemingen met zo'n 20% van de marktkapitalisatie aan de hoge kant. Dividuitkeringen stijgen en de waarderingen van Japanse aandelen zijn aantrekkelijk. De koers-winstverhouding van Japanse aandelen is zo'n 10% lager dan die voor Amerikaanse ondernemingen.

GROTE VERSCHILLEN IN AANDELEN OPKOMENDE MARKTEN

Voor aandelen opkomende markten hebben wij een onderwogen aanbeveling binnen aandelen. De economie en het bedrijfsleven in verschillende landen staan onder druk door lagere grondstofprijzen, lagere olie-export naar de VS, een stijgende inflatie - door de sterkere dollar en hogere overheidsuitgaven als gevolg van aan de dollar gerelateerde subsidies. Inmiddels liggen de arbeidslasten per eenheid product in veel landen boven die van de westerse economieën. Veel ondernemingen en landen zijn er nog niet in geslaagd om de beweging te maken van de industriële sector naar andere sectoren. Dit is ook zichtbaar in de samenstelling van de aandelenmarkten, waar de focus ligt op energie, basis-materialen en industrie. Verdere winstdruk komt door de vergrijzing. De winstgroei van de ondernemingen valt tegen en de opkomst van Japanse exporteurs zal ten koste gaan van die van Aziatische exporteurs. De lagere groei van globalisering zal de Aziatische exporteurs eveneens raken. Ook de snel oplopende schuldbelastingen zijn reden tot zorg.

Hoewel de waarderingen van de opkomende markten laag zijn, is dit niet zonder reden en wij vinden deze beleggingscategorie minder aantrekkelijk dan de andere regio's. Alleen India en China zijn positieve uitzonderingen. Deze landen profiteren van de lagere grondstofprijzen en van veranderingen in het overheidsbeleid. De consumenten krijgen meer bestedingskracht nu de inflatie daalt en de lonen stijgen.

China voert enkele belangrijke veranderingen door, zoals de aanpak van corruptie. Voor de aandelenmarkt zijn de hervormingen op de aandelenmarkten van belang. Buitenlandse beleggers kunnen nu meer in binnenlandse aandelen beleggen, terwijl de markt in Hong Kong nu meer openstaat voor Chinese beleggers. Als indexleveranciers zoals MSCI deze binnenlandse A-aandelen in de index meenemen, zal de weging van China in de index voor opkomende markten sterk toenemen en kan hierdoor extra belangstelling van beleggers ontstaan. 



GESCHREVEN DOOR

Jacoline Overdevest
aandelenanalist

Favoriete beleggingsstijlen van 2015: large caps met pricing power

Onder large caps verstaan wij bedrijven met een hoge marktwaarde. Wat is hoog? Wij denken dan aan bedrijven die op de beurs meer waard zijn dan 10 à 15 miljard USD. Pricing power betekent dat een onderneming in staat is blijvend hoge prijzen te zetten, vanwege een sterke marktpositie of weinig concurrentie. Onze voorkeur gaat hiernaar uit omdat de waardering van large caps momenteel lager is dan die van de small caps (bedrijven met een lage marktwaarde). Door de verruimende monetaire maatregelen van centrale banken verwachten wij dat de waarderingen van deze bedrijven hoger zullen worden. Hieronder wordt een drietal aandelen genoemd, die niet alleen in het straatje van onze favoriete beleggingsstijl passen, maar ook op fundamentele gronden de favorieten aandelen zijn van onze analisten. →





General Electric (GE) is één van de grootste industriële conglomeraten ter wereld met een marktkapitalisatie van ongeveer USD 270 miljard. GE heeft verschillende markt leidende posities in de luchtvaartindustrie, de gezondheidssector en de olie- en gasindustrie en heeft zichzelf ten doel gesteld om marktleider te worden in elke markt die zij bedient. Dit doel wordt bereikt door enerzijds marktposities uit te breiden en anderzijds niet-kernonderdelen af te stoten. Door de grote omvang profiteert het industriële conglomeraat van aanzienlijke schaal- en synergievoordelen tussen de verschillende expertises. Vanwege de hoogwaardige expertise, het breed gespreide bedrijfsmodel en het sterke leidinggevende managementteam verwachten wij dat GE in staat zal blijven om concurrentie te weren, het marktaandeel verder uit te breiden en duurzame rendementen voor aandeelhouders te genereren.

“Marktleiders, gediversifieerde bedrijven of bedrijven met een sterke merkperceptie”

Schlumberger is het grootste bedrijf in de oil-service industrie ter wereld met een marktwaarde van ongeveer USD 120 miljard. Het bedrijf werkt samen met staats-bedrijven en onafhankelijke oliemaatschappijen ter verbetering van reservoirmanagement, boorinstallaties en de productie van olie en gas. Het is het meest gediversifieerde bedrijf in de sector, zowel op basis van de regionale posities als productportefeuille, maar heeft ook de meeste pricing power. Daardoor heeft Schlumberger een brutomarge van 33%, ongeveer 50% hoger dan het sectorgemiddelde van 22%. De dominante marktpositie van Schlumberger werkt daardoor waarschijnlijk nog jaren direct door in de winstgevendheid.

De omzetgroei van **Starbucks** (marktwaarde van USD 60 miljard) wordt gerealiseerd door een combinatie van volumegroei en een gestage verbetering van de (lees hogere) prijszetting. In het eerste fiscale kwartaal van 2014 droeg een hogere prijszetting nog 1% bij aan de omzet groei, afgelopen kwartalen nam dat toe tot 4% in het derde en vierde kwartaal. Ten aanzien van Starbucks leidt dat tot het volgende fundamentele waardeoordeel: Starbucks profiteert van een sterke merkperceptie en dat draagt actief bij aan winstgevendheid. Aan het sterke merk worden steeds meer nieuwe producten gekoppeld, zoals bijvoorbeeld koffiebonen van Starbucks en andere Starbucks-gemerkte producten die in de supermarkt te koop zijn. Ook neemt de geografische footprint, met een toenemend aantal vestigingen, steeds verder toe. Vanwege de grote product- en regionale- expansie mogelijkheden is Starbucks één van onze favoriete large caps. 



GESCHREVEN DOOR

Tom Muller, Joost van Beek en Jos Versteeg
aandelenanalisten

Twée van onze favoriete Europese aandelen nader toegelicht

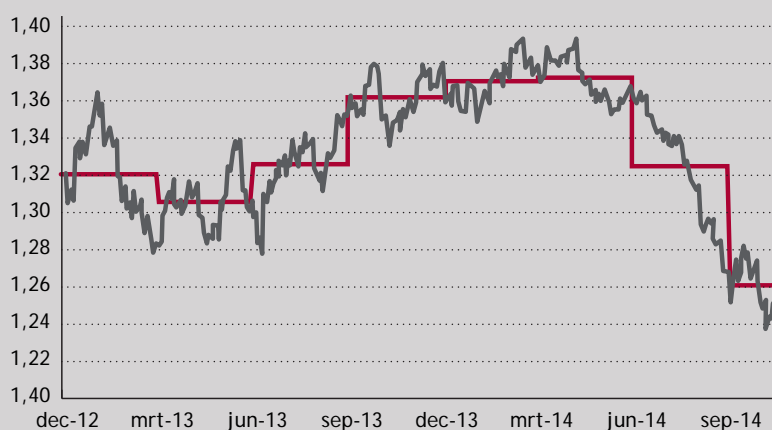
Voor 2015 zijn er voor het Europese bedrijfsleven een aantal lichtpuntjes ten opzichte van 2014. De recente stijging van de dollar ten opzichte van de euro heeft een positief effect op de winsten in euro's en verbetert de concurrentiepositie in het geval een onderneming Amerikaanse concurrenten heeft. Daarnaast zijn de prijzen van grondstoffen en energie verder gedaald en verlagen daarmee de kostprijs voor producenten. De mate waarin deze voordelen zich in de winst vertalen hangt sterk af van de concurrentiepositie. En tot slot zal de loonontwikkeling in Europa op een heel gematigd niveau blijven.

Koersontwikkeling Euro - Dollar

Deze factoren bieden enige compensatie voor de geringe groeiverwachtingen ten aanzien van de Europese economie.

— Koers
— Gemiddelde

Bron: Bloomberg



DSM: AANSCHERPING VAN DE STRATEGIE MET MEER FOCUS

DSM profiteert duidelijk van bovengenoemde ontwikkelingen omdat nog een groot deel van de productie in West-Europa plaatsvindt. Bovendien stijgt het aandeel van de afzet buiten Europa, en met name opkomende landen, sterk. De onderneming transformeert in hoog tempo naar ontwikkelaar en producent van een breed scala aan voedings-ingrediënten. Daarmee profiteert het bedrijf van de stijgende vraag naar gezonde voeding die op een duurzame manier geproduceerd wordt. Wij verwachten dat de opbrengsten van de beoogde desinvesteringen van laag renderende activiteiten (zoals de productie van grondstoffen voor nylon en plastics), met een omzet van circa EUR 2 miljard, via acquisities geherinvesteerd worden in de voedingsdivisie. DSM heeft ten opzichte van concurrenten een brede portfolio van ingrediënten en daardoor een gespreide portefeuille →



van toepassingen en klanten. Door veel te investeren in R&D komt inmiddels 18% van de omzet uit nieuwe producten en hiermee kan de onderneming zijn concurrentiepositie en lange termijn omzetgroei verstevigen.

RANDSTAD: DUBBELCIJFERIGE AUTONOME WINSTGROEI

Randstad profiteert van de structurele groei van de vraag naar flexibele arbeid, deregulering van de arbeidsmarkt en een verschuiving in de omzetmix naar segmenten waar de winstmarges bovengemiddeld zijn. Dit betreffen de segmenten Professionals, waar hoger opgeleiden geplaatst worden, en Inhouse (het managen van flexibele arbeid binnen de organisatie van de klant). De Amerikaanse markt is met ruim 20% van de groepsomzet de belangrijkste markt voor Randstad en deze markt groeit jaarlijks met 5-10% dankzij de verbeterde economische situatie. Door de sterke geografische spreiding, met vestigingen in 22 landen, is Randstad goed in staat om internationale klanten te bedienen die het aantal (lokale) uitzendorganisaties verminderen.

Deze verandering van de mix, een verwachte omzetgroei van 4-5% per jaar en een sterke focus op kosten efficiëntie vormen een stevige basis voor hogere winstmarges. Wij verwachten dat de zogenaamde EBITA winstmarge in 2016 weer kan groeien naar een niveau van 5,5%-6%, een niveau dat ook in 2007 gerealiseerd werd. Randstad streeft naar een top-3 positie in alle geografische marktsegmenten waar men reeds een positie heeft. Mocht dit niet via autonome groei realiseerbaar zijn, dan zal dit via overnames gerealiseerd worden, gefinancierd uit de hoge vrije kasstroom. 





GESCHREVEN DOOR

Jasper Segboer
portfoliomanager

Doordacht wereldwijd beleggen

Steeds vaker zijn er geluiden dat actieve beleggingsfondsen minder goed zouden presteren dan passieve fondsen of trackers. Toch zijn er zeker actieve managers die hun meerwaarde laten zien. Eén van deze fondsmanagers is Christopher Hart van het Robeco Boston Partners Global Premium Equity fonds. Hart en zijn team doen gedegen onderzoek naar de waardering, de kwaliteit van het bedrijfsmodel en veranderingen bij de onderneming. De uitkomsten vertalen zich in een actieve aandelenportefeuille, waarbij de manager de vrijheid heeft over de regio's of marktkapitalisatie te schuiven. Met dit doordacht beleggingsproces en consequente toepassing ervan heeft het fonds de afgelopen jaren goede resultaten weten te behalen.

“Analisten op zoek naar de aantrekkelijkste aandelen”

Christopher Hart is sinds 2008 de fondsbeheerder van het Robeco Boston Partners Global Premium Equity fonds. Hij heeft de strategie van het fonds sinds zijn aantreden danig aangepast, waarbij het accent is verschoven van een waarde naar een 'blend' strategie, een combinatie van groei- en waarde-aandelen. De strategie van het fonds is gebaseerd op dezelfde drie uitgangspunten die Boston Partners, de Amerikaanse vermogensbeheerder van Robeco, voor al haar fondsen gebruikt. Deze punten zijn:

- aantrekkelijke waardering;
- goede bedrijfsfundamenten;
- positief bedrijfsmomentum.





Dit laatste betreft katalysatoren voor verandering zoals dat het bedrijf een herstructurering ondergaat of een nieuw belangrijk product introduceert. Het fonds zoekt naar de discrepantie tussen de waardering en de fundamentele factoren en winsten van een bedrijf.

Het team van 22 analisten is ingedeeld over sectoren en beschouwt alle aandelen wereldwijd. De analisten hebben vele jaren beleggingservaring en werken vaak al geruime tijd bij Boston Partners. De stabiliteit van dit team met de opgebouwde kennis en ervaring zorgt voor een goede basis voor het fonds.

Het fonds zoekt de kansen wereldwijd en doet dit actief. Het belang in Noord-Amerika heeft de afgelopen 5 jaar gevarieerd tussen de 44% en 62% van de portefeuille. Dit was het resultaat van aandelselectie en niet van een top-down regiovoorkeur. Ook varieert de allocatie over sectoren en marktkapitalisaties sterk, steeds op zoek naar de aantrekkelijkste aandelen. Het fonds belegt nauwelijks in de opkomende markten omdat het van mening is dat de resultaten daar vooral gedreven worden door landenselectie, iets waar dit fonds zich niet mee bezig houdt. De strategie kent een strakke verkoopdiscipline. Als een aandeel zijn koersdoel heeft bereikt zal het de positie afbouwen, ook al zit er nog een sterk momentum in de koers.

Het resultaat is een fonds dat onder diverse omstandigheden van de aandelenmarkten goed kan presteren. Het resultaat komt hoofdzakelijk uit de aandelselectie. Ten tijde van zeer euforische aandelenmarkten kan dit fonds achterblijven door de focus op kwaliteit. 

FONDSKENMERKEN

Benchmark: MSCI World NR

Fondsbeheerder: Robeco Boston Partners

Lead Portfolio manager: Christopher Hart

Fondsvermogen: EUR 600 mln

Fondsvaluta: EUR

Startdatumfonds: 31/12/2004



GESCHREVEN DOOR

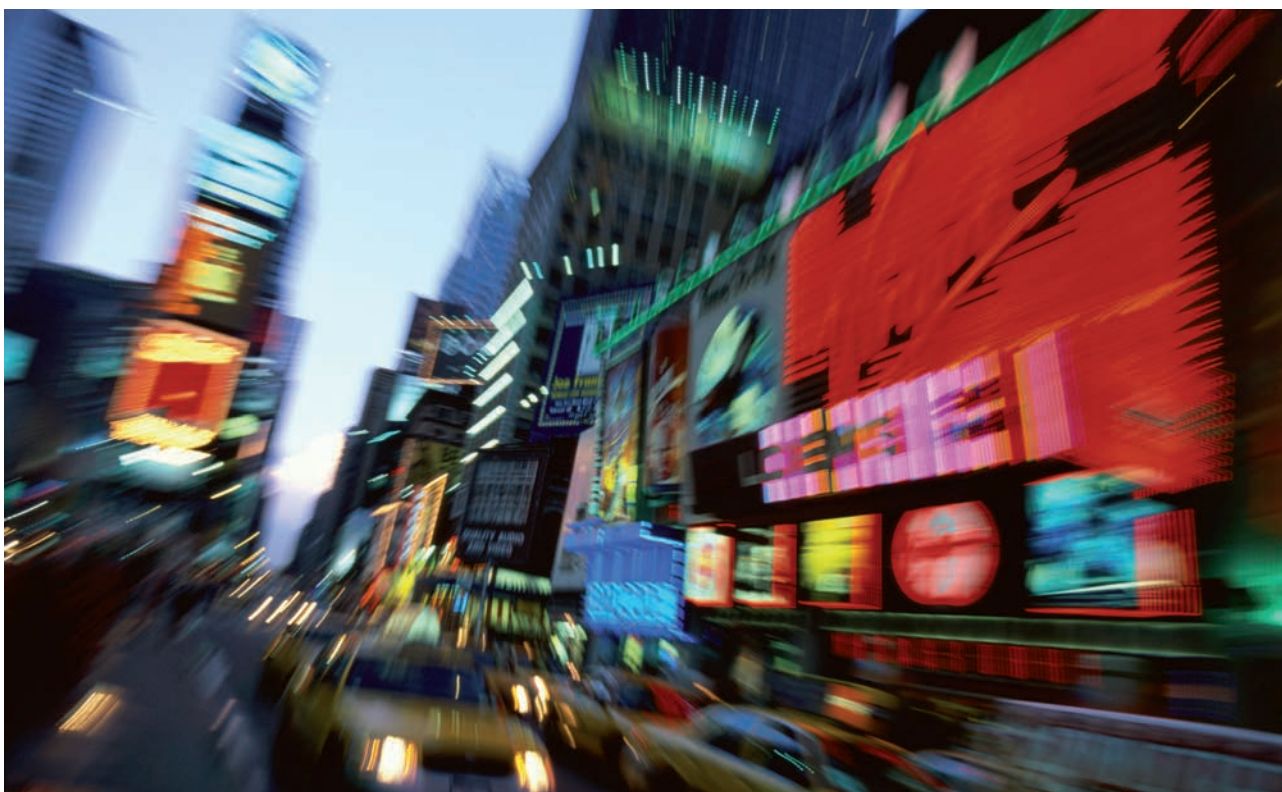
Paul Linssen
portfoliomanager

Kansen in Noord-Amerika

Noord-Amerikaanse aandelen zijn ons inziens nog steeds een aantrekkelijke belegging. De economische groei is relatief goed en een aantal hervormingen is reeds uitgevoerd in tegenstelling tot bijvoorbeeld Europa. Omdat de beurs al een behoorlijk aantal positieve jaren heeft laten zien, zijn waarderingen niet overal even aantrekkelijk meer. De beheerder van het Fidelity America fonds houdt hier nadrukkelijk rekening mee. Desalniettemin is het een breed gespreide portefeuille zonder extreme sectorafwijkingen, waardoor het prima als basis in een portefeuille kan worden opgenomen.

“Op zoek naar aandelen die ondergewaardeerd zijn”

Het gedisciplineerde beleggingsproces is fundamenteel en bottom-up gericht. Het team zoekt aandelen die ondergewaardeerd zijn. Dit zijn vaak niet populaire aandelen, waarvan de winstontwikkeling een tijd onder druk heeft gelegen. Genormaliseerde en conservatieve schattingen van omzetgroei en marge-ontwikkelingen bepalen de uiteindelijke waarde van een aandeel. Het team richt zich niet zozeer op de laatste kwartaalcijfers, maar op de kracht van het bedrijfsmodel, relevante markttrends, marktstructuur en concurrentiepositie.





BELANGRIJKSTE KENMERKEN FIDELITY AMERICA FONDS

- Goed gediversifieerd Noord-Amerikaans aandelenfonds met value bias.
- Meerwaarde moet komen van de keuze voor de juiste aandelen, geen grote sectorafwijkingen.
- Jonge getalenteerde portefeuillemanager ondersteund door groot analistenteam.
- Fidelity staat borg voor hoge research kwaliteit en continuïteit.

TE VERWACHTEN RENDEMENT

Het fonds probeert bewust sectorafwijkingen ten opzichte van de index te beperken en toch een actieve koers te volgen. Het selecteren van de juiste aandelen binnen deze sectoren is daarmee doorslaggevend voor het relatieve rendement. Dit fonds zou in vrijwel alle marktomstandigheden in staat moeten zijn waarde toe te voegen. Een door groeiaandelen gedreven markt is daarop een uitzondering.

MENSEN EN BELEGGINGSONDERNEMING

Fidelity is een grote Amerikaanse beleggingsonderneming die bekend staat om haar diepgaande researchcapaciteiten. Een teambenadering staat daarbij voorop. Na het vertrek van de vorige portefeuillemanager Adrian Brass heeft Fidelity uit eigen gelederen Angel Agudo als vervanger naar voren geschoven (juni 2014). Angel is een jonge, maar getalenteerde belegger. Hij heeft ruime ervaring op het vlak van Amerikaanse aandelen, waarvan een aantal jaren als portefeuille manager. Angel Agudo is gestationeerd in Londen en krijgt ondersteuning van een research team van 16 ervaren analisten.

FONDSKENMERKEN

Benchmark: S&P 500

Fondsbeheerder: Fidelity

Lead Portfolio manager: Angel Agudo Valenciano

Fondsvermogen: USD 6.0bn

Fondsvaluta: USD

Startdatum fonds: 01/12/1990



GESCHREVEN DOOR

Walter Leering en
Rogier Crijns
portfoliomanagers

Diversificatie in obligaties blijft nodig

Omdat de deflatoire druk in de Eurozone voorlopig groot blijft, verwachten wij dat de ECB in 2015 nog meer aan kwantitatieve verruiming zal doen. Hierdoor neemt de liquiditeit in de financiële sector verder toe. Bedoeling is dat dit op termijn tot meer kredietverlening leidt, zodat uiteindelijk deze gelden in de economie terechtkomen.


Een rentestijging kan leiden tot een negatief rendement op obligaties, zeker als de inflatieverwachtingen toenemen. Voor 2015 verwachten wij zo'n schok nog niet, maar de trend zal wel licht stijgend zijn doordat de economie verbetert en investeringen zullen toenemen. We zien nog waarde in obligaties van de perifere landen als Ierland en Spanje. →



DIVERSIFICATIE IN OBLIGATIES BLIJFT NODIG

High yield obligaties risicovol, nog wel mogelijkheden in bedrijfsobligaties. Voor bedrijfsobligaties daalde de renteopslag, het verschil met staatsleningen, verder. De huidige opslag is afgenomen in vergelijking tot het verleden en maakt de kans op een verdere contractie beperkt, zeker omdat ondernemingen hun schuldpositie uitbreiden om te profiteren van de lage rente of om bescherming te bieden tegen meer activistische beleggers.

Wij verwachten geen sterke stijging van de renteopslag voor bedrijfsobligaties omdat de marktrente laag blijft en ondernemingen eenvoudig aan hun rente- en schuldverplichtingen kunnen voldoen. Het draait in de markt echter niet alleen om het risico van wanbetaling maar ook om het liquiditeitsrisico. De liquiditeit in de markten is gedaald doordat de bankensector veel minder obligaties tijdelijk op de eigen rekening opneemt. Zeker in perioden van volatiliteit kan dat verstrekende gevolgen hebben.

Voor met name hoogrenderende bedrijfsobligaties ('high yield' ofwel 'junk bonds') is dit een groter risico. Voor beleggers met een langere tijdshorizon kan deze liquiditeitspremie echter juist een mogelijkheid bieden. Wij adviseren daarom om een positie in kortlopende high yield obligaties op te nemen, die over de gehele looptijd worden aangehouden. 



GESCHREVEN DOOR

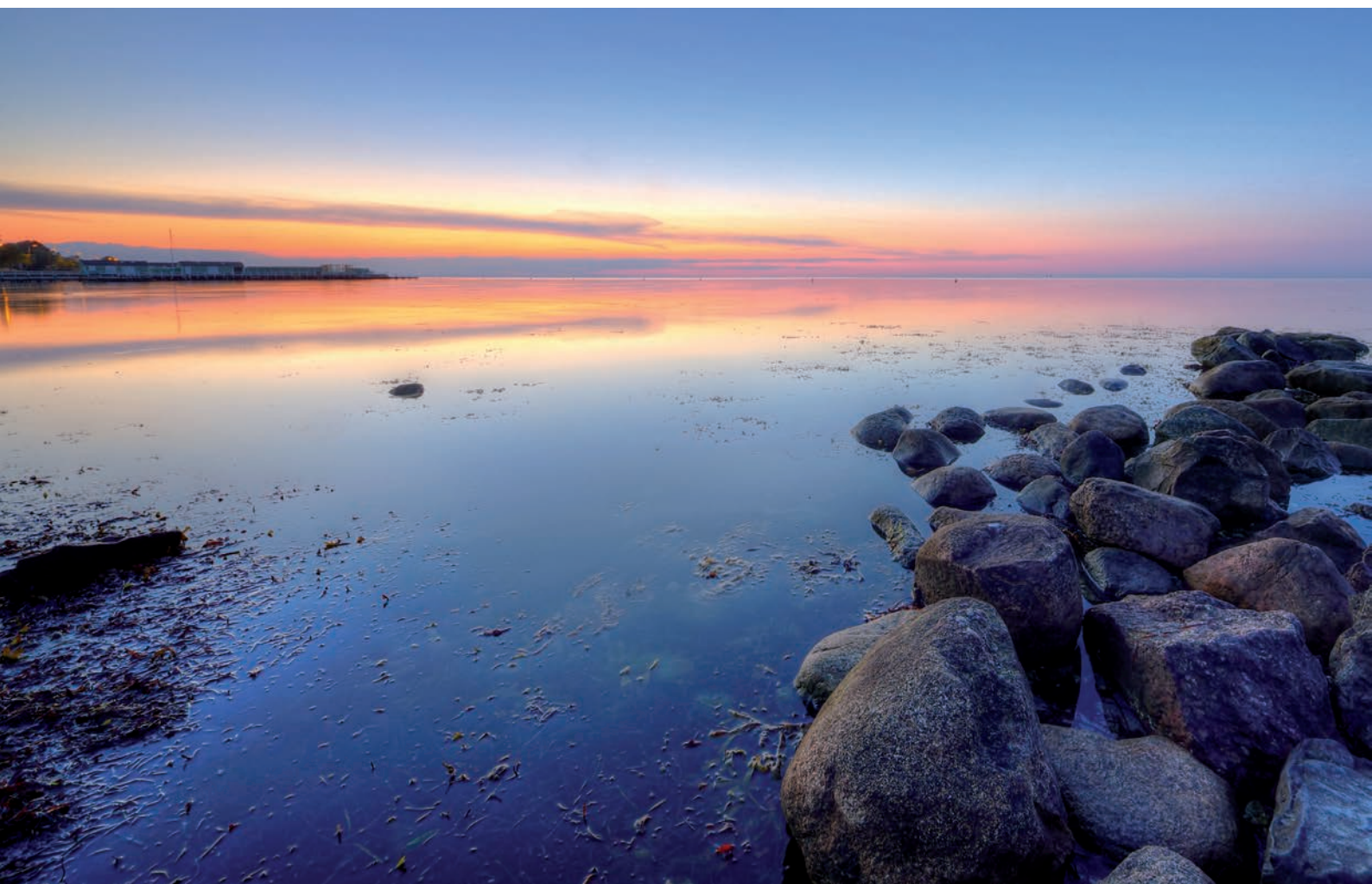
Kevin Doran
Group Asset Allocation
Committee KBL *epb*

Obligatieregio's verschillen sterk

RENTE IN EUROZONE BLIJFT VOORLOPIG LAAG

Hoe zit het met vraag en aanbod op de Europese obligatiemarkten? Eigenlijk beschermen de meeste eurozonelanden de positie van Duitsland. Het land heeft een overschot op de lopende rekening. Andere Europese landen kennen een betalingsbalanstekort van rond de 2-3%. Landen als Italië en Frankrijk willen toch meer lenen om groei-initiatieven te kunnen steunen. Tot voor kort lagen de verwachtingen voor nieuw uit te geven leningen in 2015 op 210 miljard euro. De afzwakking van de economische groei en het Europese initiatief om in infrastructuur te investeren maakt dat dit bedrag rond de 240 miljard euro zal uitkomen.

De vraag naar obligaties komt vooral van banken en institutionele beleggers. Deze partijen hebben het grootste deel van de uitstaande schulden van 9,1 biljoen euro in handen en de laatste jaren is de omvang van staatsleningen op de balans van deze partijen extreem groot. Dit maakt overheden kwetsbaar omdat obligatiebeleggers de huidige geboden rente te laag vinden, zeker gegeven de veelal hoge schuldposities van overheden. →





Al deze argumenten zullen leiden tot een hogere reële rente in de Eurozone en tot hogere inflatieverwachtingen later in het jaar. De korte termijn rente blijft voorlopig laag door het monetaire beleid.


“240 miljard euro nieuw uit te geven leningen in 2015”

AMERIKAANSE OBLIGATIEMARKT LOOPT VOOR

In de VS is de noodzaak om de rente nauwelijks boven de 0% te houden en kwantitatieve verruiming door te voeren duidelijk niet meer nodig. De economische groei en de vooruitzichten zijn robuust. De kredietverlening aan de private sector neemt met 7% op jaarbasis toe. Inflatie is daarbij belangrijk voor het oordeel van de Fed. De inflatie stijgt slechts licht, maar houdt geen rekening met de stijging van de prijzen van bijvoorbeeld onroerend goed, aandelen of obligaties. Daarbovenop komt de druk op de olieprijs, die dan door sommigen ook nog eens wordt aangegrepen om het monetaire beleid ruim te houden. Tenzij het kostenvoordeel van de lagere grondstofprijzen wordt gebruikt voor hogere besparingen, betekent dit dat deze ruimte gebruikt wordt voor meer bestedingen.

In 2015 zullen de meningen van de Fed-leden en de marktverwachtingen meer in lijn moeten komen. De markt is immers óf in volledige ontkenning of gewoon naïef om aan te nemen dat het beleid langdurig zo ondersteunend blijft. Als de rente op 2-jaars leningen verder stijgt dan zullen obligatiebeleggers moeten inschatten of er opnieuw een recessie volgt in 2016/17 (waarbij de rente op langlopende leningen juist zal dalen) óf dat het lage groeiscenario juist niet bewaarheid wordt en de groei sterker doorzet dan verwacht.

MOGELIJKHEDEN VOOR OBLIGATIES OPKOMENDE MARKTEN

Evenals voor de aandelenmarkten geldt dat obligaties in opkomende markten divers zijn. Wij zien mogelijkheden in deze categorie en adviseren om vooral obligaties in landen aan te houden die een solide lopende rekening hebben en waar de economische groei zich gunstig ontwikkelt gecombineerd met landen met een goede balans, waar economische zwakte wordt gecompenseerd door een hoge rente. Een voorbeeld van de eerste categorie is India, van de tweede is dat Brazilië. De voorkeur gaat daarbij uit naar leningen in 'harde' valuta als de dollar en de euro, om onnodig valutarisico te voorkomen. 



GESCHREVEN DOOR

Walter Leering
portfoliomanager

Flexibele aanpak om vastrentende kansen te benutten

De huidige markt wordt gekenmerkt door lage rentetarieven, waarbij onderlinge verschillen steeds verder uiteenlopen. Een voorbeeld hiervan is het oplopende renteverskil tussen Duitsland en de Verenigde Staten. Door een flexibele aanpak en wereldwijde focus kunt u met het Amundi Global Aggregate Bond Fund goed inspelen op die verschillen. Zo biedt het fonds diversificatie en kan het waarde toevoegen aan een voornamelijk Europees georiënteerde obligatieportefeuille.

Het fonds belegt wereldwijd in vastrentende instrumenten en valuta's. Het fonds heeft een degelijk beleggingsproces met een hoge mate van flexibiliteit om te beleggen in de markten waar het team kansen ziet. Naast dit dynamische asset allocatie beleid heeft het fonds een belangrijke focus op relatieve waardingsverschillen in de wereldwijde obligatie-en valutamarkten. Staatsobligaties en Investment Grade bedrijfsobligaties vormen de kern van de portefeuille. Het fonds heeft de mogelijkheid om posities in te nemen in High Yield obligaties, converteerbare obligaties, schuldpapier uit opkomende markten en valuta's. Verschillende strategische macrovisies met een (middel)lange horizon worden daarbij gecombineerd met korte termijn tactische ideeën.

De portfoliomanagers van het fonds putten uit de expertise van de verschillende beleggingsteams van Amundi. Het durationbeleid (uitleg in kader) van het fonds is actief, met een duration die kan variëren tussen 0 en 8 jaar. De grote verschillen in positionering ten opzichte van de benchmark (Barclays Global Aggregate Index) geeft de actieve benadering aan van het fonds. Het fonds laat sinds oprichting in 2007 een consistente outperformance zien ten opzichte van de benchmark en presteert ook goed ten opzichte van soortgelijke beleggingsfondsen. →





Het beleggingsuniversum van het fonds:

- 0-100% staatsobligaties, waarvan maximaal 30% buiten OECD landen;
- 0-100% Investment Grade obligaties;
- 0-20% High Yield obligaties (inclusief non-IG obligaties uit opkomende markten);
- 0-10% converteerbare obligaties.

Het fonds maakt actief gebruik van derivaten voor valutamanagement, het afdekken van risico's en het accentueren van beleggingsideeën.

HUIDIGE POSITIONERING

Het fonds heeft op moment van schrijven een duration van 4 jaar, flink lager dan de benchmark duration van 6,3. Het rendement tot einde looptijd van het fonds is met 3% een stuk hoger dan dat van de index (1,7%). Dit komt voornamelijk door de overweging in risicovollere obligaties, waardoor de gemiddelde rating BBB+ is tegen een gemiddelde rating van de benchmark van AA-. Het fonds is onderwogen in staatsobligaties, met een relatieve voorkeur voor Europa ten opzichte van de VS. Binnen de eurozone heeft het fonds een relatief hoge weging in perifere staatsobligaties. Ook zijn de fondsbeheerders positief over andere risico-categorieën, zoals Europese bedrijfsobligaties. Op valuta-gebied is het fonds gepositioneerd op een verdere versterking van de USD en GBP ten opzichte van EUR.

MENSEN EN BELEGGINGSONDERNEMING

Het fonds wordt beheerd door Laurent Crosnier (lead PM & CIO), samen met Pascal Dubreuil en Romain Mercier. De strategische en tactische visie op de obligatie- en valuta-markten wordt bepaald door 6 Amundi 'Architects', die ieder leidend zijn in hun expertise. Daarnaast wordt het team ondersteund door tientallen analisten van de verschillende beleggingsteams, waaronder opkomende markten en bedrijfsobligaties. Amundi is een vermogensbeheerder die wereldwijd actief is vanuit financiële centra in Europa (Paris, London, Milan), Azië (Japan, Hong Kong, Singapore) en de VS (New York). 

FONDSKENMERKEN

Benchmark: Barclays Global Aggregate (hedged)

Fondsbeheerder: Amundi

Lead Portfolio manager: Laurent Crosnier

Fondsvermogen: USD 4.5 miljard

Fondsvaluta: USD of Euro-hedged

Startdatum fonds: 30/10/2007



GESCHREVEN DOOR

Rogier Crijns
portfoliomanager

Anticiperen op de gevolgen rentestijging

Om te bepalen wat een rentestijging zou betekenen, is het belangrijk om naar de samenstelling van de portefeuille te kijken. Deze bestaat uit een flinke portie veilige staatsobligaties van de kernlanden, perifere staatsobligaties en een deel bedrijfsobligaties. Naar keuze kunnen daar ook alternatieve beleggingen aan worden toegevoegd.

Een lichte rentestijging in 2015 is volgens ons een waarschijnlijk scenario. Onze obligatieportefeuille die wij voor beheer relaties beleggen is hier relatief goed tegen beschermd. Dit onder andere door de specifieke instrumentselectie en onze algehele onderweging van 'duration' van ongeveer zes maanden ten opzichte van onze benchmark van zes jaar. →

DURATION

Duration is een maatstaf voor rentegevoeligheid. Zo geeft een duration van 5 jaar aan dat als de rente met 1% stijgt, er een koersverlies op obligaties ontstaat van 5% en vice versa.





‘Dé rente’ is echter geen eenduidig begrip. Een rentestijging van 0,5% van een Nederlandse of Duitse staatsobligatie hoeft nog niet te betekenen dat de rente op andere obligaties met eenzelfde looptijd, bijvoorbeeld een Spaanse staatsobligatie of een bedrijfsobligatie van Unilever, ook met 0,5% stijgt.

“Staatsobligaties en Investment Grade bedrijfsobligaties vormen kern portefeuille”

Belangrijke vraag is dan ook wat de onderliggende driver van zo’n rentestijging is. Als de rente op staatsobligaties stijgt omdat de economische groei aantrekt, is dat een teken van kracht. Daar zal onze overweging in staatsobligaties van perifere landen (bijvoorbeeld uit Spanje, Italië en Ierland), hoogwaardige bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten van profiteren. Daardoor blijft koersverlies relatief beperkt of ontstaat zelfs koerswinst.

Ook als de inflatiecomponent stijgt, kan dat positief te zijn. Als bedrijven beter in staat zijn om prijzen te verhogen, is dat namelijk gunstig voor de overweging van hoogwaardige bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten.

Indien de rente stijgt door minder vraag naar veiligheid en liquiditeit voor Nederlandse en Duitse staatsobligaties, dan kan dat gunstig zijn voor onze overweging in staatsobligaties van perifere landen, zoals Spanje, Italië en Ierland. Een ontspanning in geopolitieke risico’s kan ook de aanleiding vormen. Dit is gunstig voor investeringen en bestedingen en kan eveneens goed uitpakken voor de overweging in bedrijfsobligaties.

De kans op een flinke rentestijging achten wij klein; het is onwaarschijnlijk dat de rente-drivers (economische groei, inflatie en algehele risicopremie) opeens flink gaan stijgen. Indien de rente tóch flink stijgt, ontstaat er in de obligatieportefeuille een koersverlies. Via posities in alternatieve beleggingen zou in dit scenario het koersverlies (gedeeltelijk) gecompenseerd moeten kunnen worden. 🏠



GESCHREVEN DOOR

Duco Slob
portfoliomanager

Het Sustainable Living Plan van Unilever

De duurzame aandelenportefeuille liet over 2014 een mooi rendement zien, waarbij opnieuw duidelijk werd dat duurzaam beleggen qua rendement niet onder doet voor 'gewoon' beleggen. Het rendement van duurzaam beleggen bestaat naast een financieel rendement ook uit positieve effecten op maatschappij en leefomgeving. Een mooi voorbeeld van een bedrijf dat duurzaamheid hoog in het vaandel heeft is Unilever. Voor de tweede keer in zijn 120-jarige geschiedenis, probeert dit bedrijf te herdefiniëren wat het betekent om een deugzaam bedrijf te zijn.

Slapen in de open lucht op de top van zijn herenhuis was een nachtelijke routine voor William Lever, oprichter van wat nu Unilever is. Toen Paul Polman de nieuwe CEO werd in 2009, bracht hij een nacht door in Lever's bed op het dak. Naar eigen zeggen hielp het hem om een jaar later het "Sustainable Living Plan" te lanceren. Het plan om Unilever als voorbeeld te maken hoe verantwoord kapitalisme er uit zou moeten zien; net zoals het ooit onder Lever was geweest. →

"Duurzaamheid hoog in het vaandel"





In een tijd waarin in Groot-Brittannië ziekte en ondervoeding wijdverspreid waren, werden producten verkocht met de nadruk op hun voordelen voor de gezondheid. En Lever ging verder; zijn medewerkers waren fatsoenlijk gehuisvest in een speciaal voor het bedrijf gebouwde stad, Port Sunlight. Lever voerde campagne voor invoering van de AOW, bood scholing aan voor zijn werknemers en hun kinderen, regelde de gezondheidszorg voor zijn personeel en betaalde een goed loon.

Net als Lever, benadrukt Polman dat het runnen van het bedrijf met veel aandacht voor haar milieu- en sociale impact niet een daad is van liefdadigheid, maar van eigenbelang. Het Sustainable Living Plan beoogt niet alleen de ecologische voetafdruk van Unilever te verlagen en de "positieve sociale impact" te verhogen, maar ook om de verkoop te verdubbelen en de winstgevendheid op lange termijn te vergroten. Onder Polman, is Unilever opnieuw uitgegroeid tot het voorbeeld van een "goed bedrijf", het toonbeeld van duurzaamheid bij bedrijven.

Unilever hanteert een brede definitie van duurzaamheid. Het omvat niet alleen milieufactoren, maar ook het verbeteren van het leven van de klanten en de werknemers, zowel het eigen Unilever personeel als ook die van haar toeleveranciers. Het bedrijf beoogt ook een bijdrage te leveren aan de samenleving als geheel. Concreet wil Unilever in 2020 een miljard mensen helpen om maatregelen te nemen om hun gezondheid en welzijn te verbeteren, de milieu impact van haar producten halveren en al haar landbouwgrondstoffen betrekken uit duurzame landbouw.

Vooruitgang op het gebruik van energie en afval reductie, iets wat de onderneming rechtstreeks controleert en beheert, is indrukwekkend. De CO₂ uitstoot in de productieactiviteiten van Unilever zijn een derde lager dan in 2008, door een combinatie van schonere technologieën en een grotere efficiëntie. Nieuw opgerichte 'best practices' worden snel verspreid door het bedrijf, dankzij de oprichting van een centrale team dat zich toelegt op het verspreiden van verbeteringstechnieken.

Om haar bredere doelen te bereiken zal Unilever echter ook veranderingen moeten bewerkstelligen buiten haar bedrijfsmuren. Uit onderzoek bleek dat een significant percentage van de uitstoot van broeikasgassen niet van Unilever zelf kwam doch van toeleveranciers. Het was dus noodzaak om de steun van haar leveranciers krijgen, die variëren van grote bedrijven zoals Cargill tot aan kleine boeren in India.

In 2010 werd 14% van de agrarische grondstoffen duurzaam geproduceerd. Nu is het aandeel 48%. Unilever heeft dit mede bereikt door haar leveranciers (financieel) te ondersteunen bij innovaties. Voor haar soep, creëerde ze een € 1 miljoen groot Knorr Fonds Duurzaam →




Partnership, die investeerde in regelingen zoals druppelirrigatie voor tomaten in Spanje en Californië waardoor de oogstopbrengsten zijn toegenomen en watergebruik verminderd.

Het bedrijf heeft zich aangemeld voor certificeringsregelingen die door de Rainforest Alliance, een non-gouvernementele organisatie, gevoerd worden om landbouwpraktijken in cacao (o.a. gebruikt in Ben & Jerry's ijs) en thee (gebruikt door Lipton) te verbeteren. Rainforest Alliance regelingen hebben ook een educatief component en Unilever heeft meer dan de helft van de kleine theeboeren in Kenia getraind.

“Een miljard mensen helpen om hun gezondheid en welzijn te verbeteren”

Hoewel Unilever in staat is om zijn eigen grondstoffen uit duurzame bronnen te kopen, is Unilever alleen zelden groot genoeg om een verschil te maken bij een grondstof wereldwijd. Als gevolg hiervan, besteedt Polman veel tijd aan het overhalen van zijn concullega's om ook duurzamer te handelen. Een grote test van zijn effectiviteit zal komen met palmolie, een gewas dat een belangrijke rol bij de ontbossing speelt. Polman (en anderen) hebben leden van het Consumer Goods Forum, een industriële groep, overtuigd een akkoord te ondertekenen om te verschuiven naar duurzame palmolie productie. Maar de overeenkomst is bekritiseerd door milieuorganisaties als Greenpeace voor het toestaan van een te lange transitie periode naar duurzaamheid

Er is een grotere uitdaging voor het Sustainable Living Plan: het zal niet mogelijk zijn om haar doelen te bereiken zonder veranderd gedrag van klanten. Drie jaar geleden heeft het bedrijf de CO₂ footprint van 2.000 producten gemeten en daarbij kwam aan het licht dat gemiddeld 68% van de uitstoot van broeikasgassen in hun levenscyclus optraden nadat zij in de handen van de gebruikers kwamen. Deze uitstoot wordt voornamelijk veroorzaakt door het verwarmen van water (bijvoorbeeld voor theezakjes of waspoeder).

Het 'Sustainable Living Plan' biedt volgens Unilever economische voordelen. De aanname dat maatschappelijke verantwoordelijkheid negatief gecorreleerd is met economisch succes snijdt geen hout. Unilever boorde juist nieuwe markten aan door onder andere lokale bevolking in ontwikkelingslanden het gebruik van een tandenborstel aan te leren. Door mensen vroeg in aanraking te laten komen met tandenborstels en tandpasta, zal de verkoop van deze producten in de toekomst automatisch stijgen. De keuze zal dan uiteraard als eerst uitgaan naar die men al kent en vertrouwt. Daar kan Unilever de vruchten van plukken. 



GESCHREVEN DOOR

Jacco Schoeber
directeur Private
Banking Amsterdam

Onzekere tijden voor vermogenden?

Voor vermogende Nederlanders zijn het onzekere tijden: de belasting op hun vermogen gaat naar verwachting omhoog, hun pensioenopbouw valt terug en zorglasten stijgen. Dit is hét moment om de financiële situatie in kaart te brengen, om straks alert te kunnen reageren op kabinetsingrepen.

Dat de druk op vermogen toeneemt, heeft een duidelijke achtergrond. Van de kabinetsbelofte om nieuwe banen te scheppen is nog niet al te veel terechtgekomen. Dat is voor een belangrijk deel terug te voeren op de hoge kosten voor vast personeel in Nederland. Zo is een werkgever hier netto 20 procent meer aan salarissen kwijt dan in Duitsland en 30 procent meer dan in het Verenigd Koninkrijk. Dat zet Nederlandse bedrijven er niet direct toe aan de deuren open te gooien voor nieuw personeel. De roep om lagere arbeidskosten zwelt dan ook aan. Om de werkloosheid terug te dringen en onze concurrentiepositie in Europa te verbeteren, moet de loonbelasting omlaag. Maar dat zal wel budgetneutraal moeten gebeuren. Het zit erin dat de lagere overheidsinkomsten verhaald zullen worden op vermogenden.

INTEREN OP VERMOGEN

Dat de kleinere vermogens daarbij worden geraakt wordt onwaarschijnlijk geacht. Vaak gaat het om spaarders. Zij mogen al blij zijn met 1,5 procent spaarrente, terwijl ze 1,2 procent belasting betalen over het vermogen dat de vrijstelling passeert. Dat komt neer op een effectieve belastingdruk van 80 procent. Het zou niet verbazen als de vrijstelling van ruim 21.000 euro wordt verhoogd naar 100.000 euro, terwijl het vermogen daarboven →



juist zwaarder wordt belast. Zo roept een politiek partij al dat 'kapitalisten' over hun vermogen boven 5 ton 2,35 procent aan vermogensbelasting zouden moeten neertellen.

“Inzicht in financiële situatie is cruciaal”

Daarbij voegt zich de nu al hogere eigen bijdrage die vermogenden moeten betalen als zij in een verpleeghuis of verzorgingshuis terechtkomen. Ook hiervoor wordt het veronderstelde jaarlijkse inkomen uit vermogen als basis genomen. Waar dat voorheen op 4 procent werd begroot, is dat sinds 2013 opgetrokken naar 12 procent. Wie maakt zonder extreem veel risico te willen lopen een rendement van meer dan 12 procent?!

UITSTEL AOW EN LAGERE PENSIOENOPBOUW

Dat de ingangsdatum van de AOW verschuift naar 67 jaar, geldt voor iedereen in Nederland. Elke vijf jaar zal opnieuw worden berekend hoe oud we in Nederland gemiddeld worden, en zal de leeftijd waarop de AOW ingaat daaraan worden aangepast. Met andere woorden: als de verwachte levensduur stijgt, is er een vrijbrief om de AOW-datum verder op te schuiven. Specifiek voor de hogere inkomens geldt dat vanaf volgend jaar minder belastingvrij pensioen kan worden opgebouwd. Dat mag nog maar tot een inkomen van 100.000 euro. Bij sommigen zal dat enorm veel invloed op de hoogte van het pensioen hebben.

BEGIN MET DE BASIS

Onzekere tijden dus voor vermogenden. Hoewel er het afgelopen jaar veel mensen gebruik gemaakt hebben van de mogelijkheid om kinderen belastingvrij een ton te schenken voor de aankoop van een huis. Over het geheel genomen zijn vermogenden echter terughoudender geworden met schenken. Zij houden hun kruit droog, met het oog op de onduidelijkheden rond het nieuwe belastingplan. Inzicht in de eigen financiële situatie is cruciaal, juist nu. Vaak hebben mensen geen idee wat zij precies hebben, terwijl dat de basis is om onzekerheden het hoofd te bieden.

Om het zicht op de eigen financiën scherp te krijgen, is het van belang om zowel het beschikbare vermogen in kaart te brengen als de inkomsten en uitgaven op een rij te zetten, en te berekenen of daaruit een overschot of een tekort komt. Bij een tekort moet het beschikbare vermogen dat opvangen, wat uiteraard effect heeft op de financiële planning en de invulling van de beleggingsportefeuille. Geadviseerd wordt om eventuele beslissingen nog even uit te stellen tot er meer duidelijkheid is. 2015 is duidelijk een overgangsjaar. Zorg er nu voor dat je financiële situatie je helder voor ogen staat, dan kun je op nieuwe regelgeving straks meteen inspringen.



UITGAVE	Theodoor Gilissen Bankiers N.V.		
REDACTIE	Duco Slob Frank Vranken Ineke Valke Jacoline Overdevest Jacco Schoeber Jasper Segboer	Joost van Beek Jos Versteeg Kevin Doran Lizanne Schipper Louis Dieperink Paul Broholm	Paul Linssen Robert Greil Rogier Crijns Tom Muller Walter Leering
ONTWERP & REALISATIE	Ap van den Berg	Frank Kluwen	Tom Balm
BEELDMATERIAAL	Corbis Free images	Hollandse Hoogte Johan van Walsem	

OVER THEODOOR GILISSEN BANKIERS N.V.

Theodoor Gilissen Bankiers N.V. beschikt over een vergunning op grond van de Wet op het financieel toezicht en is geregistreerd als financiële onderneming bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam en tevens als kredietinstelling bij De Nederlandsche Bank te Amsterdam, onder vergunningnummer 12000053. Theodoor Gilissen Bankiers N.V. is aangesloten bij Euronext N.V., is statutair gevestigd aan de Keizersgracht 617, 1017 DS te Amsterdam en staat in het Amsterdam Handelsregister geregistreerd onder nummer 33004157. Onderdeel van KLB European Private Bankers.

Disclaimer

Het doel van deze brochure is het verstrekken van globale informatie. Hoewel deze brochure met de nodige zorg is samengesteld, staat Theodoor Gilissen Bankiers N.V. niet in voor de juistheid, volledigheid en actualiteit van de in deze brochure verstrekte informatie en kunnen er geen rechten aan worden ontleend. Theodoor Gilissen Bankiers N.V. is niet aansprakelijk voor schade die op enigerlei wijze kan voortvloeien uit het gebruik van deze brochure.

Deze brochure, de inhoud en vormgeving ervan, zijn eigendom van Theodoor Gilissen Bankiers N.V. te Amsterdam. Alle rechten worden voorbehouden. Niets van deze brochure mag worden veelevoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, openbaar gemaakt, of voor al dan niet commerciële doeleinden worden gebruikt, in enigerlei vorm of op enigerlei wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of op enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Theodoor Gilissen Bankiers N.V. Tot slot geldt nog een algemene waarschuwing. Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden. De waarde ervan kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.