



het  
roer  
houden

Beleggingsstrategie  
december 2015



# Inhoud

Een pragmatische koers	1
Het roer houden	2
Overtuigender herstel in 2016	3
Een volwassen aandelenmarkt	4
Aandelentema: reis om de wereld	5
Obligaties: op zoek naar waarde	6
Vastgoed	7
Valuta's en grondstoffen	8
Prognoses	9
Portefeuillebeleid en performance	10
Assetallocatie profielen	11
Medewerkers	12

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.

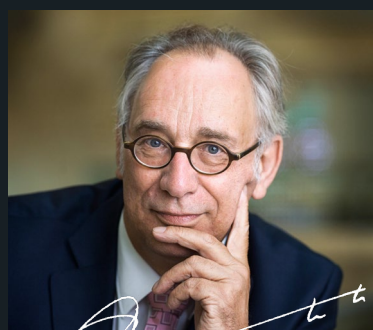
# Een pragmatische koers



*Didier Duret*

**Didier Duret**

Chief Investment Officer  
ABN AMRO Private Banking



*Ben Steinebach*

**Ben Steinebach**

Hoofd Beleggingsstrategie  
ABN AMRO MeesPierson  
Nederland

december 2015

De richting bepalen voor 2016 is niet voldoende. We zullen onze koers soms moeten bijstellen, als verschuivende marktverwachtingen daar aanleiding toe geven. Het economisch herstel in de VS en Europa zal uiteindelijk ook de opkomende economieën op het goede spoor zetten. Maar het vertrouwen van de markten in dit scenario zal het ene moment groter zijn dan het andere. Net als de markten denken wij dat de Federal Reserve de rente (eindelijk) zal verhogen en dat de ECB op nog negatievere depositorentes afstevent. Zelfs beperkte afwijkingen van deze koers kunnen door de financiële markten worden uitvergroot.

Met onze assetallocatie streven wij naar stabiele rendementen. Hierbij volgen wij onze overtuigingen ten aanzien van de economie en de markten, ons daarbij ook realiserend dat het aanbrengen van portefeuillespreiding tegenwoordig niet altijd even eenvoudig is. Het economisch herstel en de aanhoudend lage financieringskosten vormen nog steeds de drijvende kracht achter de aandelenmarkten, met name in Europa en opkomend Azië. We hebben nog altijd een aanzienlijk overwogen positie in aandelen. Maar de stijgende markt is inmiddels zeven jaar oud en in een volwassen fase aangeland. De ruimte voor aandelenmarkten om vooruit te lopen op hogere bedrijfswinsten neemt daardoor af. Gezien het volwassen stadium waarin de stijgende markt zich bevindt, denken wij dat het – vanuit spreidingsoogpunt – zinvol is om te beleggen in bedrijfsobligaties en hedge funds, die minder gevoelig zijn voor marktvolatiliteit. Om die reden hebben wij in november een klein deel van onze aandelenpositie verruild voor bedrijfsobligaties. Voor obligaties in het algemeen hanteren wij nog steeds een sterk onderwogen advies; we zijn overwogen in hedge funds.

Op sectorniveau prefereren wij aandelen van bedrijven in de informatietechnologie en gezondheidszorg; daarnaast beschouwen wij bedrijven die profiteren van nieuwe ontwikkelingen in de reis- en toerismebranche als kansrijk (zie ons aandelenthema op pagina 5). Deze voorkeuren zijn onder meer gebaseerd op demografische en maatschappelijke verschuivingen en daarom, volgens ons, minder vatbaar voor cyclische ontwikkelingen.

In de loop van het nieuwe jaar kunnen zich ook weer nieuwe kansen voordoen. Wij verwachten dat de grondstoffenprijzen in de eerste helft van 2016 zullen aantrekken; hogere rentes in de VS zullen ertoe leiden dat obligaties later in het jaar weer aantrekkelijker worden.

De beleggingsspecialisten van ABN AMRO MeesPierson werken hun aanbevelingen verder uit op de volgende pagina's van deze Beleggingsstrategie 2016. Uw adviseur is u graag van dienst bij het samenstellen van een portefeuille waarmee u als belegger voorbereid bent op wat het nieuwe jaar zal brengen.

# Het roer houden

De vooruitzichten van aandelen zijn positief voor 2016. Maar de groeiverwachtingen voor de belangrijkste economieën zijn aan verandering onderhevig. Bovendien moeten we rekening houden met de acties die centrale banken ondernemen. Om deze redenen varen wij nu een pragmatische koers.

Centrale banken stellen hun beleid af op economische verwachtingen. In de jaren na de financiële crisis van 2008 zagen we ook de financiële markten sterk reageren op prognoses. Met andere woorden: verwachtingen hebben een grote impact. In het beleggingsbeleid van ABN AMRO is een positief economisch scenario voor de middellange termijn nog altijd het uitgangspunt. Maar groeiverwachtingen kunnen veranderen en centrale banken kunnen hun beleid bijstellen.

We raden beleggers aan een pragmatische koers te varen. Voeg aandelen (momenteel overwogen) toe aan de portefeuille wanneer de angst voor een recessie afneemt, en verklein de aandelenpositie in perioden dat het marktsentiment te optimistisch wordt. Blijf obligaties (momenteel sterk onderwogen) vermijden, met uitzondering van de weinige segmenten die – tegen een acceptabel risico – meer rendement opleveren dan cash. Zet hedge funds (overwogen) en grondstoffen (overwogen) in om portefeuillespreiding te realiseren.

## Belangrijke trends

- ▶ **De VS en de eurozone vormen de stabiele pijlers van wereldwijde groei.** De economie laat een gematigd herstel zien, gedreven door sterke binnenlandse vraag, aantrekkende arbeidsmarkten en afnemende bezuinigingen.
- ▶ **China en India voeren de trendomslag in opkomende economieën aan.** Grondstoffenmarkten zijn aan het stabiliseren, valuta's van opkomende landen dalen in waarde en overheden nemen stimuleringsmaatregelen. Dit alles kan de exportpositie van deze landen ten goede komen en ertoe leiden dat opkomende markten niet langer een negatieve impact hebben op de groei van de wereldeconomie.
- ▶ **Acties van centrale banken bieden bescherming tegen systeemrisico's en recessie.** Hoewel de centrale

banken een verschillend monetair beleid voeren, zijn zij eensgezind in hun waakzaamheid. Renteverhogingen in de VS zullen op zorgvuldige wijze worden doorgevoerd, wat gunstig is voor risicovollere beleggingen.

## Effectieve spreiding niet altijd eenvoudig

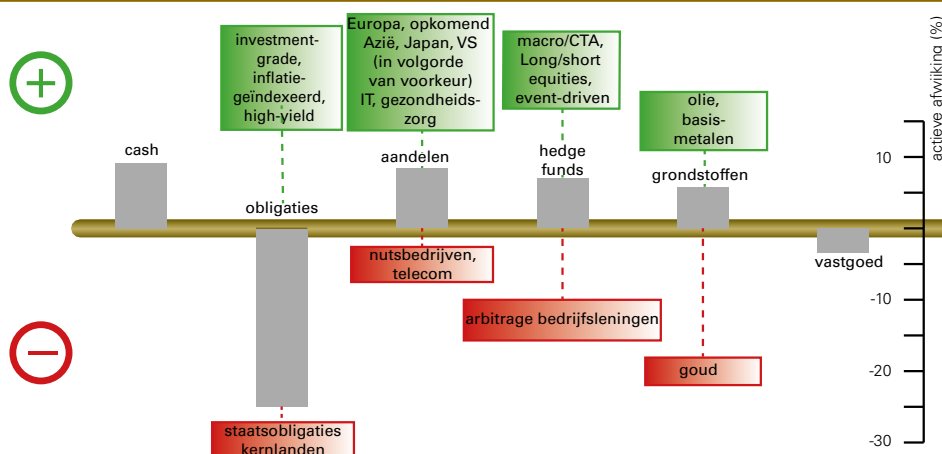
- ▶ **In een scenario van gematigde groei is er weinig ruimte voor uitglijders.** Het herstel is kwetsbaar: een terugvallende vraag en externe schokken kunnen roet in het eten gooien.
- ▶ **Het realiseren van 2% inflatie is een moeizaam proces.** De combinatie van renteverhogingen in de VS en monetaire verruiming elders kan leiden tot beweeglijke valuta- en obligatiemarkten.
- ▶ **Spreiding in een nieuw tijdperk:** beleggingscategorieën die traditioneel werden ingezet om spreiding te realiseren, zoals staatsobligaties en als 'veilige havens' beschouwde valuta's, zijn niet helemaal effectief meer.

## Waar wordt het nemen van risico's beloond?

- ▶ **Aandelen Europa, China en India bieden waarschijnlijk een hogere risicobeloning.** Winstverwachtingen en stijgende marges bieden steun aan Europese aandelen. Risico's uit het verleden en overtrokken pessimisme hebben geleid tot hogere beloningen voor het nemen van risico's in China en India.
- ▶ **Bedrijfsobligaties blijven rendement bieden.** Rentes blijven voor een langere tijd laag, terwijl het aantal faillissementen beperkt is. Dit levert kansen op voor beleggers in investment-grade en high-yield obligaties, met name in Europa. Inflatie-geïndexeerde obligaties kunnen profiteren van beleidsmaatregelen die erop gericht zijn de inflatie aan te jagen.

Didier Duret – Chief Investment Officer

## Actieve strategieën



# Overtuigender herstel in 2016

- Wereldeconomie blijft in gematigd tempo herstellen
- Opkomende markten spelen belangrijke rol
- Beleid centrale banken blijft steun bieden

In 2015 stelde de groei van de wereldeconomie opnieuw teleur. Met name de opkomende markten presteerden ondermaats. In Europa beantwoordde de groei aan de verwachtingen; in de VS en Japan viel de groei ietwat tegen. De groeivertraging in China en de dalende grondstoffenprijzen zijn richtinggevend geweest voor de wereld-economie. De vraag rijst of de recente, teleurstellende trends zullen doorzetten in 2016.

## Afnemende kwetsbaarheid

In een gematigd tempo trekt de wereldwijde groei aan. De regionale verschillen zijn hierbij groot (zie grafiek). Uiteenlopende risico's kunnen de wereldeconomie belemmeren in haar groei. Behalve de problemen rond de Chinese economie en de grondstoffenprijzen hebben verschillende opkomende landen grote moeite om hun overheidsfinanciën op orde te krijgen. Verder is het onduidelijk hoe financiële markten en economieën zullen reageren op de verkrapting van het monetaire beleid in de VS. Daarnaast zijn er nog altijd spanningen op het geopolitieke vlak, terwijl in sommige landen ook de binnenlandse politieke verhoudingen gecompliceerd liggen.

Er zijn eveneens belangrijke positieve ontwikkelingen gaande. In Europa en de VS voltrekt zich een breed gedragen economisch herstel. Zowel in de VS als in Europa wordt bovendien vooruitgang geboekt met het versterken van het financiële systeem. Ondertussen blijven centrale banken een cruciale rol spelen bij het beheersen van macro-economische risico's en het stabiliseren van negatieve krachten in de markt.

Voor wat betreft 2016 is het misschien nog wel belangrijker hoe het de opkomende economieën zal vergaan. We willen dan ook niet voorbijgaan aan verschillende positieve ontwikkelingen in de opkomende markten. In 2015 bleven de Chinese importen sterker achter dan de economische groeivertraging rechtvaardigde. Dit lijkt een situatie te zijn die niet lang kan voortduren; recente handelscijfers uit China duiden op enige verbetering. Chinese data wijzen eveneens op aantrekkende autoverkoop en een verbeterende situatie in de bouw. De daling van de grondstoffenprijzen lijkt te ver doorgeschoten te zijn; wij verwachten op zijn minst enige stabilisatie.

## Positieve impact valutabewegingen

In de afgelopen 18 maanden verloren veel valuta's van opkomende economieën 20% of meer van hun waarde versus de Amerikaanse dollar. Ook de euro en de yen

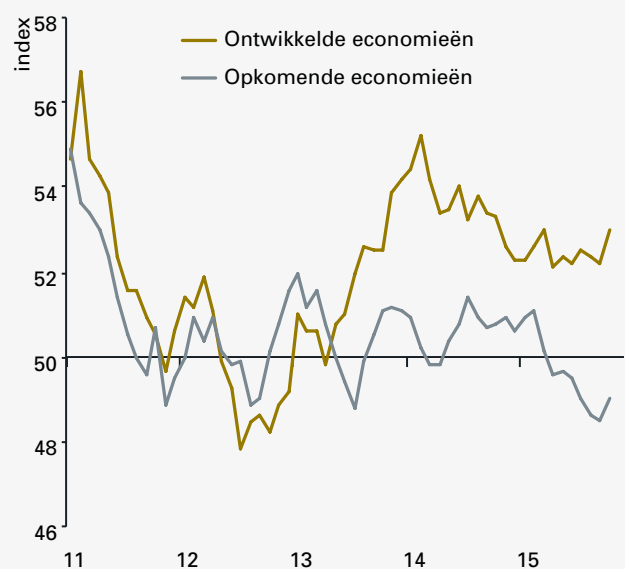
moesten veel terrein inleveren ten opzichte van de dollar. Op wereldwijde schaal bezien, zorgen valutabewegingen in feite voor een herverdeling van economische groei: de concurrentiepositie van sommige landen verbetert, ten koste van de concurrentiepositie van andere landen. Maar de effecten hiervan worden niet overal gelijktijdig merkbaar. De nadelige gevolgen voor landen met een verslechterde concurrentiepositie worden eerder zichtbaar dan de positieve gevolgen voor landen met een verbeterde concurrentiepositie. Daarom zijn grote valutabewegingen in eerste instantie negatief voor de wereld als geheel. In een later stadium worden positievere effecten zichtbaar; wij verwachten dat deze effecten in 2016 aan de oppervlakte zullen komen. Daarnaast verwachten we in het komende jaar gunstigere ontwikkelingen voor veel opkomende markten en een aanhoudend, gematigd economisch herstel in de ontwikkelde landen.

Risico's houden aan en de timing is onzeker, maar wij verwachten meer stabiliteit en groei voor de wereldeconomie in 2016.

Economisch Bureau

Han de Jong – Hoofdeconoom ABN AMRO

## Toestand producerende industrie verschilt per regio



Bron: Markit PMI (gebaseerd op Purchasing Managers Indices; indicatoren voor ondernemersvertrouwen). Niveaus boven de 50 duiden op economische groei; niveaus onder de 50 duiden op een krimp.

# Een volwassen aandelenmarkt

- Aandelen blijven aantrekkelijk
- Europa en opkomend Azië hebben de voorkeur
- Gezondheidszorg en IT profiteren van innovatie en groei

In vergelijking met andere beleggingscategorieën blijven aandelen aantrekkelijk. Het vooruitzicht van een gematigd herstel van de wereldeconomie – gedragen door een aantrekkende consumentenvraag in de ontwikkelde markten en lage grondstoffenprijzen – is voor ons de belangrijkste reden om positief te blijven over aandelen. Het economisch herstel zou ook de bedrijfswinsten ten goede moeten komen, na een magere winstgroei in 2015. Na een periode waarin aandelenkoersen vooruitliepen op stijgende bedrijfswinsten, verwachten we nu dat de prestaties van aandelen gelijk op zullen gaan met de winstgroei.

Wereldwijde aandelen hebben momenteel een redelijke waardering, met een koers/winstverhouding van 15,5x (op basis van de verwachte winst). We verwachten dat de liquiditeit in de markt overvloedig zal blijven en dat de renteverhoging in de VS slechts een beperkte impact zal hebben op aandelen. Wel kan een hogere rente in de VS ertoe leiden dat de regionale prestaties van de aandelenmarkten uiteen gaan lopen, waarbij Europa waarschijnlijk aan het langste eind trekt.

Het ziet ernaar uit dat er kapitaal van institutionele en particuliere beleggers naar de aandelenmarkt zal blijven stromen, omdat aandelen naar verwachting meer rendement opleveren dan obligaties. Dit gezegd hebbende: de koers/winstverhoudingen zijn in de afgelopen vijf jaar gestegen, wat erop wijst dat de aandelenrally in een volwassen fase is beland. Om die reden hebben wij onlangs onze allocatie naar aandelen iets teruggeschroefd. We blijven overwogen in aandelen, maar in mindere mate.

## Voorkeur voor Europa en opkomend Azië boven VS

Wij geven de voorkeur aan Europese aandelen boven aandelen uit de VS. De VS is verder gevorderd in de economische cyclus, waardoor de winsten van Amerikaanse bedrijven slechts beperkte stijgingsruimte hebben. Europa is beter gepositioneerd: het groeipotentieel van de (nog lage) operationele marges, het aanhoudende economische herstel in de eurozone en de zwakke euro komen de winstgevendheid van Europese ondernemingen ten goede. Daarnaast zijn Europese aandelen aantrekkelijker gewaardeerd dan hun Amerikaanse tegenhangers: in Europa bedraagt de koers/winstverhouding (op basis van de verwachte winst in 2016) 14,8x, versus 16,5x in de VS (zie grafiek). We verwachten dat de omstandigheden ook komend jaar in het voordeel zullen zijn van Europa, gezien de verschillende richtingen die de ECB en de Federal Reserve zijn ingeslagen qua monetair beleid.

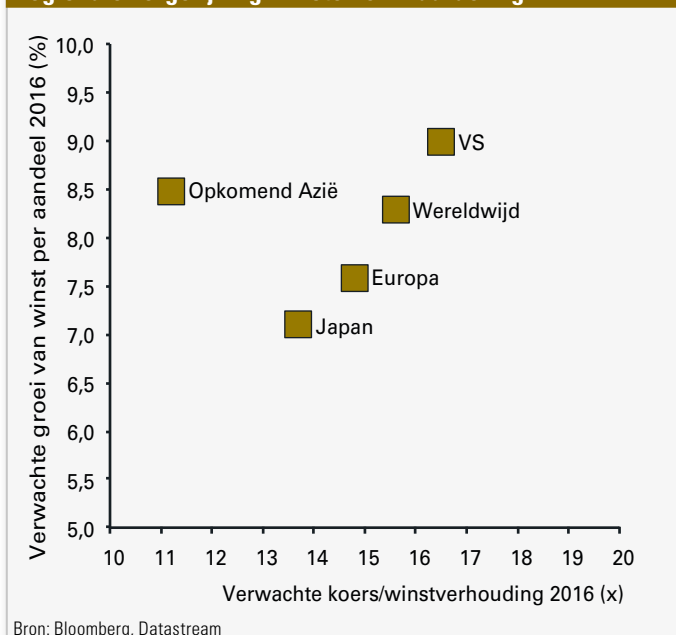
Aandelen uit opkomende markten profiteren van de hoogste winstgroei en zijn bovendien aantrekkelijk gewaardeerd (koers/winstverhouding van 11,2x). Wel kleven er risico's aan aandelen uit de opkomende markten. Om die reden hanteren wij een neutrale weging voor deze regio. Binnen de opkomende markten kan de situatie per land verschillen. Wij geven de voorkeur aan opkomend Azië, en dan met name China en India. Wij denken dat deze twee landen kunnen profiteren van overheidsbeleid dat gericht is op groei en van de gunstige impact van lagere grondstoffenprijzen op de inputprijzen en de binnenlandse vraag.

## Gezondheidszorg en IT: defensieve groeisectoren

Het herstel van de wereldeconomie zet door. Tegen die achtergrond adviseren wij beleggers te investeren in de defensievere groei en innovatie zoals we die aantreffen in de sectoren gezondheidszorg en informatietechnologie (IT). Gezondheidszorg zal het naar verwachting goed doen, gezien de voortdurende innovatie in (onder meer) de biotechnologie en vanwege de toenemende vraag door de vergrijzing. In de IT-sector zijn de waarderingen nog altijd aantrekkelijk, aangezien de winsten in deze sector naar verwachting sterker zullen oplopen dan in andere sectoren.

Investment Strategy & Portfolio Expertise  
Annemijn Fokkelman - Hoofd Aandelenresearch & Portefeuillebeheer

## Regionale vergelijking winsten en waardering



# Aandelenthema: reis om de wereld

- Reizen en toerisme in de lift
- Groei middenklasse stuwt reizen vanuit opkomende markten
- Online bedrijven in reisindustrie veranderen het speelveld

Nu consumenten in de ontwikkelde economieën het weer aandurven om geld uit te geven, zien we dat ook de reis- en toerismebranche tot bloei komt. De groei in reizen en toerisme is eveneens te danken aan demografische ontwikkelingen, zoals het feit dat er nu een generatie met pensioen gaat die er financieel goed voorstaat.

In de opkomende economieën heeft het uitdijen van de middenklasse een sterke impact op de reis- en toerismebranche. Zo beschikt een toenemend deel van de Chinese bevolking over de middelen om internationale reizen te maken. Waar toerisme eerder alleen was weggelegd voor de 'happy few,' zien we nu in China een massamarkt voor de reis- en toerisme-industrie ontstaan. Sinds 2000 is het aantal buitenlandse vluchten vanaf Chinese vliegvelden met 800% gestegen. Het aantal buitenlandse trips kwam in 2014 uit op 116 miljoen; naar verwachting zal deze trend in de komende jaren versnellen. Hierbij is het een extra aanmoediging dat verschillende landen hun visa-vereisten voor Chinese reizigers hebben versoepeld. Het is overigens niet alleen nieuwsgierigheid die Chinezen ertoe brengt om over de landsgrenzen heen te kijken: shoppen is eveneens een belangrijke motivatie om op reis te gaan. In 2014 spendeerden winkelende Chinese toeristen maar liefst USD 200 miljard in het buitenland (bron: Fung Business Intelligence Centre).

Ondertussen neemt het consumentenvertrouwen in de ontwikkelde economieën toe. De werkgelegenheid verbetert en dalende energie- en rentekosten geven een extra impuls aan de koopkracht. Meer vrije tijd en lagere prijzen voor vliegtickets en accommodatie wakkeren de reislust van consumenten aan.

## Nieuwe businessmodellen

De wereldwijde reis- en toerisme-industrie ondergaat momenteel een ingrijpende transformatie, waarbij nieuwe spelers de traditionele businessmodellen ondergraven. Zogenoemde budget airlines, zoals easyJet en Ryanair, stellen de nationale paradepaardjes onder de vliegmaatschappijen (die lang niet altijd winstgevend zijn) voor uitdagingen. Deze trend wint aan kracht door de ontwikkeling van de massamarkt.

Ook in de wereldwijde hotelindustrie zorgen nieuwe spelers dat bestaande businessmodellen onder druk komen te staan. Gevestigde ketens zoals Intercontinental Hotels en Hyatt Hotels

zijn sterk op de VS geïntereerd: hun marktaandeel qua totaal aantal hotelkamers wereldwijd ligt slechts rond de 20%. Deze ketens proberen nu in hoog tempo meer internationaal geïntereerde sectorgenoten over te nemen. Nieuwe businessmodellen zoals die geïntroduceerd worden door bedrijven als AirBnB en Expedia/HomeAway vormen een bedreiging voor de traditionele reisindustrie, net zoals Uber een bedreiging is voor de traditionele taxi-business. Binnen de reisbranche bieden deze nieuwe spelers meer flexibiliteit en betaalbare capaciteit. Hun populariteit groeit dan ook, eveneens onder de reizigers vanuit de opkomende markten. Onze favoriete spelers in dit segment van de reisindustrie zijn Expedia, Priceline en Marriott International.

Het boeken van trips, hotels en cruises – Carnival Corporation is onze favoriete aanbieder van cruisereizen – wordt in toenemende mate online gedaan, en tegen lage kosten. De online reismarkt wordt steeds competitiever en we zien nu dat ook daar een consolidatieslag gemaakt wordt: ondernemingen worden samengevoegd tot grotere bedrijven met een sterker internationaal bereik, een betere onderhandelingspositie en meer marketing-mogelijkheden. Hiermee ontstaan interessante beleggingsmogelijkheden in bedrijven zoals Priceline en Baidu – beide hebben een belang in Ctrip, de Chinese marktleider in online reisdienstverlening – en Expedia/HomeAway.

Investment Strategy & Portfolio Expertise  
Edith Thouin - Hoofd Themaresearch Aandelen

DEPARTURES		出港
BEDRIJF	SECTOR	LAND
BAIDU	INFORMATIETECHNOLOGIE	CHINA
EXPEDIA	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	VS
FACEBOOK	INFORMATIETECHNOLOGIE	VS
PRICELINE	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	VS
WALT DISNEY	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	VS
ACCOR	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	FRANKRIJK
WYNN MACAU	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	HONGKONG
LVMH MOET	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	FRANKRIJK
CARNIVAL	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	VS
MARRIOTT	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	VS
ROYAL CARIBBEAN	LUXEGOEDEREN & DIENSTEN	VS

# Obligaties: op zoek naar waarde

- Beperkt rendement op kwalitatief hoogwaardige staatsobligaties
- Bedrijfsobligaties leveren meer op dan perifere staatsobligaties
- Zoektocht naar rendement duurt voort in Europa, als gevolg van verruimend beleid ECB

Centrale banken zullen in 2016 de obligatiemarkten blijven domineren. In december verwachten wij de eerste renteverhoging door de Amerikaanse Fed in negen jaar, terwijl in Europa de ECB het voornemen heeft om haar steunaankopenprogramma uit te breiden. Onder deze omstandigheden menen wij dat obligatiebeleggers zich het beste kunnen richten op marktsegmenten die extra rendement kunnen opleveren.

## Minder sterk onderwogen in obligaties

Hoewel we nog steeds sterk onderwogen zijn in obligaties, hebben we in november onze allocatie naar deze beleggingscategorie iets verhoogd. We denken dat vooral bedrijfsobligaties aantrekkelijker worden. Inflatie-geïndexeerde obligaties maken eveneens deel uit van de door ons aanbevolen obligatieportefeuille. We denken bovendien dat in 2016 een nieuw instapmoment kan ontstaan voor obligaties uit opkomende markten.

## Bedrijfsobligaties bieden rendement

Staatobligaties van landen in de Europese periferie, profiterend van het ECB-beleid, hebben geruime tijd de wind in de zeilen gehad. Maar de risicopremies (yield spreads) die deze obligaties bieden ten opzichte van het rendement op Duitse Bunds en cash zijn in de afgelopen tijd gedaald. Wij denken dat bedrijfsobligaties – zowel investment-grade als high-yield – qua rendement een goed alternatief vormen voor perifere staatspapier.

De rendementen (yields) op bedrijfsobligaties zijn hoger dan die op obligaties uit de Europese periferie (zie grafiek). We denken bovendien dat bedrijfsobligaties meer profijt zullen hebben van het verruimende ECB-beleid, de lage financieringsrentes en het economische herstel. Voor Europese bedrijfsobligaties is de sterke dollar versus de euro eveneens een positieve factor.

Het rendementspotentieel van high-yield obligaties, en dan vooral het Europese high-yield segment, is aanzienlijk. Waarderingen zijn aantrekkelijk geworden, doordat eerdere bezorgdheid omtrent het herstel van de wereldeconomie geleid heeft tot hogere risicopremies. Wij hebben een voorkeur voor Europa boven de VS, gezien de sterke vertegenwoordiging van energiebedrijven in het Amerikaanse high-yield segment.

## Bescherming via inflatie-geïndexeerde obligaties

De hoofdsom en de coupon van inflatie-geïndexeerde obligaties zijn gelinkt aan de inflatie. Deze obligaties bieden bescherming als de economie sterker herstelt dan verwacht en de inflatie toeneemt. Wij bevelen inflatie-geïndexeerde

obligaties niet zozeer aan vanwege hun intrinsieke rendement, maar vanwege het potentiële rendement dat zij bieden mocht de inflatie onverhoopt sterk stijgen.

## Obligaties opkomende markten: nieuw instapmoment?

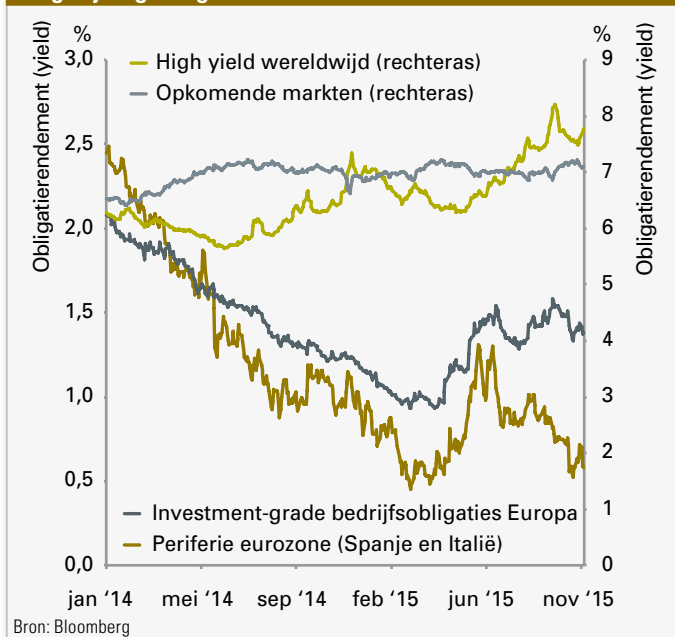
In 2016 kunnen de opkomende markten het beter gaan doen dan de ontwikkelde markten. Bovendien zijn de waarderingen van obligaties uit opkomende markten aantrekkelijk. Wij zijn daarom van mening dat bedrijfsobligaties uit groeiregio's binnen de opkomende economieën, zoals Azië, interessant zijn.

## Specifieke obligatiesegmenten kansrijk

In absolute zin zijn de rendementen op obligaties nog altijd erg laag. We blijven dan ook voorzichtig ten aanzien van obligaties in het algemeen. Maar specifieke obligatiesegmenten bieden mogelijk extra rendement. Obligatiebeleggers hebben te maken met centrale banken die verschillende vormen van monetair beleid voeren; deze monetaire divergentie zal ongetwijfeld leiden tot momenten waarop de marktliquideit afneemt terwijl de beweeglijkheid in de markt juist groeit. Wij blijven obligatiebeleggers daarom adviseren een veerkrachtige portefeuille samen te stellen waarin rendementspotentieel, kwaliteit en liquiditeit voorop staan.

Investment Strategy & Portfolio Expertise  
Mary Pieterse-Bloem - Hoofd Obligatiestrategie & Portefeuillebeheer

## Vergelijking obligatierendementen





# Vastgoed

- Gunstige impact van economisch herstel op vastgoed
- Dividend vastgoed aantrekkelijk
- Sector gevoelig voor hogere rente VS

De fundamentele omstandigheden voor vastgoed zijn aan het verbeteren, met name in Europa. Deze trend zal zich in 2016 waarschijnlijk voortzetten. Een aantrekkelijke conjunctuur in de ontwikkelde economieën en lage hypotheekrentes hebben een positief effect op de woningsector; daarnaast neemt de leegstand in het commerciële vastgoedsegment af.

De schuldenlast in de sector is lager dan vóór de financiële crisis, maar zit wel weer in de lift. Dividenduitkeringen worden gedragen door cash flows. Volgens de European Public Real Estate Association bedroeg het wereldwijd dividendgemiddelde eind september 3,63%. Dit maakt vastgoed aantrekkelijk voor beleggers die op zoek zijn naar rendement.

De vastgoedwaarderingen stijgen, maar liggen nog altijd 5-10% onder de intrinsieke waarden en zijn dus nog steeds gunstig. Vastgoedbeleggingen worden gedekt door concrete materiële activa, wat de aantrekkelijkheid van de beleggingscategorie mede verklaart. De sector is echter gevoelig voor renteverhogingen in de VS. Wij hebben in de eerste helft van 2015 winst genomen op vastgoed en onze allocatie daarbij omgebogen tot een onderweging. De waarderingen en de marktomstandigheden kunnen in 2016 nieuwe instapmogelijkheden creëren.

Investment Strategy & Portfolio Expertise  
Ralph Wessels - Expert Aandelenresearch- en advies



# Valuta's en grondstoffen

- Valuta's gedreven door verschillen in monetair beleid
- Chinese yuan krijgt internationalere status
- Verwachte afname van overaanbod grondstoffen

## Valuta's

Economisch Bureau

Georgette Boele – Coördinator Valuta- en edelmetalenstrategie  
Roy Teo – Senior Valutastrategie

### Dollar vervolgt opmars in 2016

Wij blijven positief over de ontwikkeling van de Amerikaanse dollar versus een groot aantal andere valuta's. Het is onze verwachting dat de dollar en de euro in 2016 evenveel waard zullen worden (pariteit). Daarnaast verwachten we dat de dollar-yen-wisselkoers volgend jaar een niveau van 135 zal bereiken.

De verschillen in het monetaire beleid van centrale banken, een aanhoudend economisch herstel in de VS en een positief beleggingsklimaat vormen momenteel de belangrijkste ingrediënten voor een stijging van de dollar. Waarschijnlijk zal het begin van de renteverhogingscyclus in de VS hand in hand gaan met een verbetering van het beleggerssentiment. De dollar zou dan ook moeten kunnen profiteren van het feit dat in de VS een ander monetair beleid gevoerd wordt dan in de rest van de wereld. Mocht het sentiment in de financiële markten verslechteren, dan zal de stijging van de dollar waarschijnlijk beperkt blijven. We verwachten verder dat de uitbreiding van de steunmaatregelen door de ECB een drukkend effect zal hebben op de euro.

### Geleidelijke koersdaling Chinese yuan verwacht

De Chinese autoriteiten hebben onlangs laten weten dat jaarlijkse groeicijfers van minimaal 6,5% nodig zijn om in 2020 de beoogde verdubbeling van de Chinese economie ten opzichte van 2010 te realiseren. Na dit bericht verbeterde het sentiment rond de yuan. Wij verwachten dat de yuan geleidelijk in waarde zal dalen, wat de exportpositie van China ten goede zal komen. Daarnaast zal een verkrapping van het monetaire beleid in de VS ertoe leiden dat de dollar terrein wint versus de yuan.

De yuan komt in aanmerking voor opname in het door het Internationaal Monetair Fonds samengestelde mandje van belangrijke internationale valuta's. Toch denken wij dat centrale banken slechts geleidelijk – en vanaf een zeer laag vertrekpunt – ertoe zullen overgaan de yuan in te zetten als reservevaluta. We verwachten dat de yuan een gematigde daling zal laten zien versus de dollar, tot een niveau van 6,40 eind 2015 en 6,57 aan het einde van 2016.

## Grondstoffen

Economisch Bureau

Hans van Cleef – Senior Sectoreconoom Energie

### Bescheiden prijsherstel verwacht

Angst voor een recessie in China, een sterkere dollar en – in veel gevallen – meer aanbod dan vraag, drukten de grondstoffenprijzen in de afgelopen tijd. Metalen, olie, landbouwgrondstoffen en 'zachte' grondstoffen zoals koffie, cacao en suiker, daalden stuk voor stuk in waarde. We verwachten dat in 2016 de prijzen van grondstoffen een gematigde stijging zullen laten zien. Als de bezorgdheid omtrent China vermindert en het overaanbod afneemt, is een bescheiden herstel van de grondstoffenprijzen mogelijk in de komende maanden.

Veel grondstoffen worden verhandeld in Amerikaanse dollars, waarbij een sterke dollar veelal leidt tot een daling van grondstoffenprijzen. Hoewel de dollar nog wat verder kan oplopen, denken wij dat de munt het grootste deel van de stijging inmiddels achter de rug heeft. We verwachten daarom dat de dollar geen drukkend effect meer zal hebben op de grondstoffenprijzen.

### Mogelijk hogere olieprijs

Een verbetering in de balans tussen vraag en aanbod kan in de komende tijd wat steun geven aan de olieprijs. Het overaanbod hoeft niet volledig verdwenen te zijn: het is al voldoende als de markt verwacht dat de vraag/aanbodverhouding gaat verbeteren.

En als beleggers ervan overtuigd raken dat de olieprijs niet veel verder zal dalen, zullen veel short-posities verruild worden voor long-posities. Een dergelijke 'draai' kan eveneens leiden tot een hogere olieprijs. Al met al verwachten wij dat de olieprijs (WTI) in 2016 zal herstellen en op een gemiddelde prijs van USD 60 per vat zal uitkomen.

# Prognoses

Macro (%) <sup>1</sup>				
25 november 2015	Reële groei BBP 2016		Inflatie 2016	
	ABN AMRO	Markt visie	ABN AMRO	Markt visie
VS	2,5	2,6	1,8	1,8
Eurozone	1,9	1,7	1,2	1,1
VK	2,6	2,4	1,9	1,4
Japan	1,2	1,3	1,0	0,8
Andere landen*	2,2	2,1	1,7	1,8
Opkomend Azië	6,0	6,0	3,0	3,1
Latijns Amerika	0,8	0,6	16,3	19,4
Opkomend Europa**	1,7	1,4	6,3	6,2
Wereld	3,3	3,3	3,9	4,1

Aandelenindices			
	Spot 24 nov 2015	Actieve strategie	Voorwaarts k/w 2016
MSCI ACWI	409,08	overwogen	15,1
S&P 500	2.077,13	onderwogen	16,1
Euro Stoxx 50	3.396,47	overwogen	14,1
FTSE-100	6.259,07	overwogen	14,8
Nikkei 225	19.924,89	neutraal	17,4
DAX	10.931,68	overwogen	13,1
CAC 40	4.804,80	overwogen	14,5
AEX	459,48	overwogen	15,4
Hang Seng Index	22.587,63	neutraal	10,8
Shanghai SE Comp.	3.616,11	overwogen	14,0
Straits Times Index	2.923,49	neutraal	12,1
Sensex	25.775,74	Overwogen	14,3

Prognose rente en obligatierendement (%)			
	25 nov. 2015	kw2 2016	kw4 2016
<b>VS</b>			
Fed	0,25	0,50	0,50
3-maands	0,38	0,90	0,70
2-jaars	0,93	1,25	1,40
10-jaars	2,20	2,70	3,00
<b>Duitsland</b>			
ECB Refi	0,00	0,00	0,00
3-maands	-0,09	-0,15	-0,15
2-jaars	-0,41	-0,25	-0,21
10-jaars	0,40	0,80	1,00

Valutaprognose belangrijkste ontwikkelde markten			
Valutapaar	24 nov 2015	kw2 2016	kw4 2016
EUR/USD	1,0649	0,9500	0,9500
USD/JPY	122,56	130	135
EUR/JPY	130,51	124	128
GBP/USD	1,5123	1,2838	1,2667
EUR/GBP	0,7042	0,7400	0,7500
EUR/CHF	1,0844	1,1200	1,1500
AUD/USD	0,7216	0,6600	0,6200
NZD/USD	0,6526	0,6000	0,5800
USD/CAD	1,3338	1,3700	1,4100
EUR/SEK	9,2810	9,5000	9,5000
EUR/NOK	9,2176	9,2500	9,0000

Grondstoffen			
26 november 2015	Spot index	2015 gemiddeld	2016 gemiddeld
Brent USD/bbl	46	60	65
WTI USD/bbl	43	55	60
Goud USD/oz	1071	1000	900
Zilver USD/oz	14,2	13,5	15
Platina USD/oz	851	800	950
Palladium USD/oz	551	530	650
Aluminium USD/t	1460	1525	1700
Koper USD/t	4687	5350	6050

Valutaprognose belangrijkste opkomende markten			
Valutapaar	24 nov 2015	kw2 2016	kw4 2016
USD/CNH (offshore)	6,4280	6,53	6,57
USD/INR	66,3988	67,00	67,00
USD/SGD	1,4142	1,47	1,50
USD/TWD	32,6460	33,70	34,00
USD/IDR	13711	14800	15000
USD/RUB	65,6882	60,00	55,00
USD/TRY	2,8605	2,95	2,90
EUR/PLN	4,2541	4,15	4,10
EUR/CZK	27,5000	27,00	26,50
EUR/HUF	311,80	300,00	300,00
USD/BRL	3,7323	3,70	3,60
USD/MXN	16,5149	16,25	15,75

<sup>1</sup> 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, Slowakije, Slovenië, Turkije, Oekraïne.

Bron: ABN AMRO Group Economics, Consensus Economics, EIU

# Portefeuillebeleid en performance

- Dit jaar tot dusver positief absoluut rendement in alle risicoprofielen
- Sterke overweging aandelen belangrijkste aanjager rendement
- Sterkere dollar gunstig voor euro-portefeuilles

Met overtuiging hebben we in 2015 gekozen voor een 'risk-on' beleggingsstrategie: een sterke overweging van aandelen, met de nadruk op Europa en opkomend Azië. In april hebben we winst genomen op onze posities in beursgenoteerd vastgoed. Als gevolg van de aandelenrally in het eerste kwartaal waren onze posities in aandelen uitgedijd, tot een niveau dat hoger lag dan de door ons beoogde allocatie. Daarom namen wij in april eveneens winst op dit door koersstijgingen ontstane deel van onze aandelenposities. Daarnaast reduceerden wij onze allocatie naar obligaties tot een minimum. In februari en juni breidden wij onze posities in grondstoffen uit; ook verhoogden wij ons advies voor hedge funds naar overwogen. Eind mei stonden al onze beleggingsprofielen qua absoluut rendement nog in de plus (year-to-date). Maar in de turbulente maanden die volgden, verdwenen deze sterke rendementen als sneeuw voor de zon.

In oktober volgde een krachtig marktherstel: eind oktober waren de rendementen over het lopende jaar in alle beleggingsprofielen weer positief, variërend van 0,5% in profiel 1 tot 8,2% in profiel 6. Hiermee zijn de rendementen van alle beleggingsprofielen – uitgezonderd profiel 1 – boven de verwachte langetermijnrendementen uitgestegen.

De sterke Amerikaanse dollar vormde een extra impuls voor de in euro's noterende portefeuilles: omdat de dollar aantrok, steeg de waarde van dollarposities (bijvoorbeeld Amerikaanse aandelen) in deze euro-portefeuilles. In dollars noterende portefeuilles deden het beduidend minder goed dan euro-portefeuilles, omdat yen- en europosities in onze dollarportefeuilles slechts voor een deel waren afgedekt. De rendementen van de dollarportefeuilles over het lopende jaar variëren van -0,8% in profiel 4 tot 0,8% in profiel 1 (zie tabel).

## Performance prognose

Wij verwachten dat aandelen in 2016 de belangrijkste aanjager van rendement zullen blijven; de verwachte rendementen op obligaties zijn beperkt. In ons basisscenario gaan wij uit van een gematigd economisch herstel. Een recessie (of de angst daarvoor) vormt hier een belangrijk risico; en mocht zich onverhoopt een recessie voordoen, dan is een gebrekkige portefeuillespreiding eveneens een risico.

Kuddegedrag kan beleggers ertoe brengen om risicovollere beleggingen tegelijkertijd te verkopen en de opbrengsten te investeren in beleggingen die als 'veilige haven' beschouwd worden. Tijdens correcties zien we de correlatie tussen beleggingscategorieën dan ook toenemen. Dit effect is sterker geworden sinds de financiële crisis van 2008. Met forse renteverlagingen en steunaankoopprogramma's zijn centrale banken erin geslaagd de volatiliteit te beteugelen en de markten te stabiliseren. Maar het is centrale banken niet gelukt om normale spreidingsverhoudingen tussen obligaties, aandelen, grondstoffen en vastgoed te realiseren. Het goede nieuws is dat de correlatie tussen aandelen onderling sterk is afgenomen, tot een niveau dat lager ligt dan vóór de financiële crisis. Waar het spreidingseffect tussen verschillende beleggingscategorieën is afgenomen, kan er binnen een aandelenportefeuille nu betere spreiding worden aangebracht door te beleggen in verschillende individuele aandelen, sectoren, regio's en bedrijfssegmenten. Een buffer van cash kan eveneens zinvol zijn, en ook met specifieke hedge funds kunnen risico's worden ingeperkt.

Investment Strategy & Portfolio Expertise  
Hans Peters – Hoofd Investment Risk  
Paul Groenewoud – Specialist Quant Risk

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

	EUR						USD					
	22 mei 2003 tot 30 oktober 2015*			2015 YTD (30 oktober 2015)			22 mei 2003 tot 30 oktober 2015*			2015 YTD (30 oktober 2015)		
	Strategisch	Tactisch	Extra rend.	Strategisch	Tactisch	Extra rend.	Strategisch	Tactisch	Extra rend.	Strategisch	Tactisch	Extra rend.
Profiel 1	70,91	75,14	2,48	1,26	0,48	-0,77	58,36	73,28	9,42	1,53	0,79	-0,73
Profiel 2	80,72	92,05	6,27	2,79	2,13	-0,64	68,48	85,09	9,86	1,11	-0,46	-1,55
Profiel 3	104,61	131,03	12,91	4,11	3,75	-0,35	95,32	120,84	13,06	0,97	-0,57	-1,52
Profiel 4	118,72	145,60	12,29	5,83	5,59	-0,23	110,04	133,81	11,32	0,70	-0,76	-1,45
Profiel 5	140,31	175,12	14,49	7,48	7,40	-0,08	130,58	160,28	12,88	0,36	-0,32	-0,67
Profiel 6	152,17	184,27	12,73	8,68	8,24	-0,40	142,56	169,08	10,93	0,06	-0,35	-0,40

\* 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.

# 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.		
<b>Liquiditeiten</b>	5	0	60	41	36	5	0	70	21	16
<b>Obligaties*</b>	90	40	100	51	-39	70	30	85	39	-31
<b>Aandelen</b>	0	0	10	0		15	0	30	22	7
<b>Altern. beleggingen</b>	5	0	10	8	3	10	0	20	18	8
Funds of hedge funds	5			8	3	5			11	6
Vastgoed	0			0		3			0	-3
Grondstoffen	0			0		2			7	5
<b>Totaal</b>	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.		
<b>Liquiditeiten</b>	5	0	70	14	9	5	0	70	6	1
<b>Obligaties*</b>	55	20	70	30	-25	35	10	55	18	-17
<b>Aandelen</b>	30	10	50	38	8	50	20	70	58	8
<b>Altern. beleggingen</b>	10	0	20	18	8	10	0	30	18	8
Funds of hedge funds	5			11	6	5			11	6
Vastgoed	3			0	-3	3			0	-3
Grondstoffen	2			7	5	2			7	5
<b>Totaal</b>	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.		
<b>Liquiditeiten</b>	5	0	70	2	-3	5	0	60	0	-5
<b>Obligaties*</b>	15	0	40	11	-4	0	0	25	0	
<b>Aandelen</b>	70	30	90	75	5	85	40	100	83	-2
<b>Altern. beleggingen</b>	10	0	30	12	2	10	0	30	17	7
Funds of hedge funds	5			8	3	5			8	3
Vastgoed	3			0	-3	3			5	2
Grondstoffen	2			4	2	2			4	2
<b>Totaal</b>	100			100		100			100	

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

# Medewerkers

## Leden ABN AMRO Beleggingscomité

Didier Duret  
Gerben Jorritsma  
Han de Jong  
Olivier Raingeard  
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

Georgette Boele  
Hans van Cleef  
Roy Teo

Coördinator Valuta- en edelmetalenstrategie  
Senior Sectoreconoom Energie  
Senior Valutastrategie

## Investment Strategy & Portfolio Expertise

Mary Pieterse-Bloem  
Roel Barnhoorn  
Willem Bouwman  
Chris Huys

Hoofd Obligatiestrategie & Portefeuillebeheer  
Senior Expert Obligatiethema's  
Senior Portefeuillebeheerder Obligaties  
Senior Portefeuillebeheerder Obligaties

Annemijn Fokkelman  
Maurits Heldring  
Pim Lausberg  
Jaap Rijnders  
Edith Thouin  
Paul van Doorn  
Ralph Wessels  
Javy Wong

Hoofd Aandelenresearch & Portefeuillebeheer  
Senior Expert Aandelenresearch- en advies  
Senior Portefeuillebeheerder Aandelen  
Senior Expert Aandelenresearch- en advies  
Hoofd Themaresearch Aandelen  
Senior Portefeuillebeheerder Aandelen  
Expert Aandelenresearch- en advies  
Aandelenstrategie Noord-Azië

## Risicobeheer

Hans Peters  
Paul Groenewoud

Hoofd Investment Risk  
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](mailto:I-Comms.Global@nl.abnamro.com).

## Disclaimers

© Copyright 2015 ABN AMRO Bank N.V. en verbonden maatschappijen ("ABN AMRO"), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / Postbus 283, 1000 EA Amsterdam, Nederland. Alle rechten voorbehouden. Dit materiaal is opgesteld door het Investment Advisory Centre (IAC) van ABN AMRO. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie beschikbaar gesteld en vormt geen aanbod tot het verkopen of uitnodiging tot het kopen van effecten of andere financiële instrumenten. Hoewel dit materiaal is gebaseerd op informatie die betrouwbaar wordt geacht, wordt geen garantie gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan. Hoewel wij ernaar streven de hierin opgenomen informatie en opinies naar redelijkheid te actualiseren, kan dit door regelgeving, compliancevoorschriften of andere oorzaken niet mogelijk zijn. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarderingen en koersdoel(en) gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving. De beleggingen waarnaar in dit materiaal wordt verwezen, zijn mogelijk niet geschikt voor de specifieke beleggingsdoelstellingen, financiële positie, kennis, ervaring of individuele behoeften van de verkrijgers van dit materiaal en de informatie in dit materiaal dient niet te worden gebruikt in plaats van een onafhankelijk oordeel. ABN AMRO of haar functionarissen, directeuren, employee benefit programma's of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of short-positie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële instrumenten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ABN AMRO kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ABN AMRO in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal en kan ABN AMRO voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld op basis van dergelijke informatie. ABN AMRO kan in het afgelopen jaar zijn opgetreden als lead-manager of co-lead-manager voor een openbare emissie van effecten van emittenten die worden genoemd in dit materiaal. De vermelde koersen van in dit materiaal genoemde effecten gelden per de aangegeven datum en vormen geen garantie dat tegen deze koers transacties kunnen worden uitgevoerd. Noch ABN AMRO noch andere personen kunnen aansprakelijk worden gehouden voor directe, indirecte, speciale of incidentele schade, gevolgschade of punitieve of exemplarische schade, met inbegrip van gederfde winst die op enigerlei wijze het gevolg is van de in dit materiaal opgenomen informatie. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik door de beoogde verkrijgers hiervan en de inhoud mag noch geheel noch gedeeltelijk voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of worden gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van ABN AMRO. Dit document is uitsluitend bestemd voor verspreiding onder particuliere klanten in een PC-land. In rechtsgebieden waar voor de verspreiding aan particuliere klanten een registratie of vergunning is vereist die de distributeur momenteel niet bezit, mag dit document niet worden verspreid. Met materiaal bedoelen wij alle researchinformatie in welke vorm dan ook, waaronder begrepen, maar niet beperkt tot, gedrukte of elektronische documenten, presentaties, e-mail, SMS of WAP.

### US Person Disclaimer Beleggen

ABN AMRO is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de effectendienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven producten en diensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen ["US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving]. Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaanse ingezetenen.

### Overige rechtsgebieden

Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven diensten en/of producten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven diensten en/of producten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van diensten en/of producten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

### Disclaimer inzake duurzaamheidsindicator

ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") en Triodos MeesPierson Sustainable Investment Management B.V. ("TMP") hebben alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de indicatoren betrouwbaar zijn. De informatie is echter niet door een accountant gecontroleerd en is aan wijziging onderhevig. De indicatoren zijn deels gebaseerd op informatie die afkomstig is van externe onderzoeksbureaus waarover TMP geen controle heeft. ABN AMRO noch TMP is aansprakelijk voor enige schade die een gevolg is van het (directe of indirecte) gebruik van de indicatoren. De indicatoren op zich zijn niet bedoeld als een aanbeveling met betrekking tot individuele bedrijven, en evenmin als een aanbod tot het kopen of verkopen van beleggingen. Hierbij dient te worden aangetekend dat de indicatoren een opinie op een bepaald moment weergeven, waarbij een aantal verschillende duurzaamheidsaspecten in aanmerking is genomen. De duurzaamheidsindicator geeft slechts een indicatie van de duurzaamheid van een bedrijf binnen zijn sector. De duurzaamheidsindicator weerspiegelt niet noodzakelijkerwijs de opinie die TMP hanteert binnen haar vermogensbeheeractiviteiten.

### Personal disclosure

De informatie in deze opinie is niet bedoeld als individueel beleggingsadvies of als aanbeveling om in bepaalde beleggingsproducten te beleggen. De opinie is gebaseerd op beleggingsonderzoek door ABN AMRO IAC. De analist heeft geen persoonlijk belang bij dit bedrijf. Zijn vergoeding voor de verrichte werkzaamheden is en was noch direct noch indirect gerelateerd aan de specifieke aanbevelingen of standpunten zoals weergegeven in deze opinie en zal dat ook niet worden.

## Europa

**ABN AMRO MeesPierson**  
**Amsterdam**  
Rico Fasel  
rico.fasel@nl.abnamro.com

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

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

**ABN AMRO Private Banking**  
**Luxembourg**  
Nicolas Deltour  
nicolas.deltour@lu.abnamro.com

**ABN AMRO Private Banking**  
**Antwerpen - Berchem**  
Tom Van Hullebusch  
tom.van.hullebusch@be.abnamro.com

**ABN AMRO Private Banking**  
**Guernsey**  
Andrew Pollock  
andrew.pollock@gg.abnamro.com

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

## Nabije Oosten

**ABN AMRO Private Banking**  
**Dubai (DIFC)**  
Bjorn Holderbeke  
bjorn.holderbeke@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 beleggingspecialisten die financieel advies en ondersteuning leveren voor uw belangrijke beleggingsbeslissingen. Deze specialisten worden ondersteund door een team van research- en strategeanalisten die de belangrijkste financiële markten en vermogensklassen (aandelen, obligaties, alternatieve beleggingen en valuta's) nauwgezet volgen.

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

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