



ABN-AMRO MeesPierson



een nieuwe impuls

uitgave 3e kwartaal 2014

Beleggingsvisie



Een nieuwe impuls

In het begin van dit jaar trokken er zwarte wolken over de wereld-economie. In de Verenigde Staten en Japan zorgde een extreem strenge winter voor productie-uitval en bevoorradingsproblemen. De spanningen tussen Rusland en het Westen over Oekraïne vergrootten de onzekerheid op de financiële markten en veel opkomende landen met China voorop leken aan de vooravond te staan van een terugval in economische groei. Hoe anders ziet de wereld er op dit moment uit? De genoemde problemen zijn naar de achtergrond verdwenen, de wereldeconomie heeft een positief groeiverloop teruggevonden en lijkt de komende kwartalen zelfs nog te versnellen. De aandelenkoersen zijn in veel regio's gestegen en bereiken in enkele gevallen nieuwe records. In absolute zin zijn aandelen niet goedkoop, maar een verdere stijging van de winsten kan de aantrekkelijkheid van aandelen opnieuw vergroten. Centrale banken kunnen een belangrijke bijdrage leveren en wij verwachten ook dat ze dat zullen doen. De rente blijft langer laag en dat heeft verschillende gevolgen. In de eerste plaats ondersteunt dat het vertrouwensherstel dat momenteel plaatsvindt. In de tweede plaats stimuleert een lage rente de economische groei verder en in de derde plaats vergroot een lage rente de relatieve aantrekkelijkheid van aandelen. Centrale banken reageren met hun beleid op economische ontwikkelingen. De economie, op haar beurt, reageert op het beleid van centrale banken. Door dit samenspel ontstaat nu een positieve impuls voor risicovollere beleggingen zoals aandelen.



Ben Steinebach

Hoofd Beleggingstrategie
ABN AMRO MeesPierson



Aantrekkelijkheid van risicovolle beleggingen neemt toe

In het begin van dit jaar speelden een aantal tijdelijke en incidentele problemen de wereldeconomie parten. Nu deze problemen naar de achtergrond zijn verdwenen en de onzekerheden daaromtrent zijn verminderd, herneemt de wereldeconomie een positief en trendmatig groeipatroon. Onder deze omstandigheden verbetert de winstgevendheid van bedrijven en neemt de aantrekkelijkheid van risicovollere beleggingen toe.

[Marktomgeving en Markontwikkelingen](#)> pagina 2 en 3



Belangen in aandelen en vastgoed verhoogd

Vanwege de verbeterde risico-rendements karakteristieken van risicovollere beleggingen hebben we het belang in aandelen verhoogd van gematigd tot fors overwogen te koste van liquide middelen. De uitbreiding van het aandelenbelang vindt volledig plaats in opkomende landen. Deze landen hebben geruime tijd te lijden gehad van opwaartse druk op hun munten, maar het sentiment begint te keren en de landen beginnen de vruchten te plukken van de doorgevoerde hervormingen. Daarnaast breiden we het overwogen belang van vastgoed in de profielen 2 en 3 uit en verhogen ook het belang in de offensieve profielen 4 en 5, eveneens ten laste van liquide middelen.

[Vooruitzichten](#)> pagina 5



Breed pakket maatregelen van de ECB

Nadat de Europese Centrale Bank (ECB) in mei al had gehint op maatregelen om de dreigende deflatie te bestrijden, is begin juni een breed pakket van maatregelen aangekondigd. Enerzijds zijn de officiële rentetarieven (licht) verlaagd, waarbij de depositorrente zelfs negatief is geworden. Anderzijds zijn goedkope financieringsfaciliteiten voor banken aangekondigd om de kredietverlening voor – vooral – het midden- en kleinbedrijf te verbeteren.

[Special](#)> pagina 4

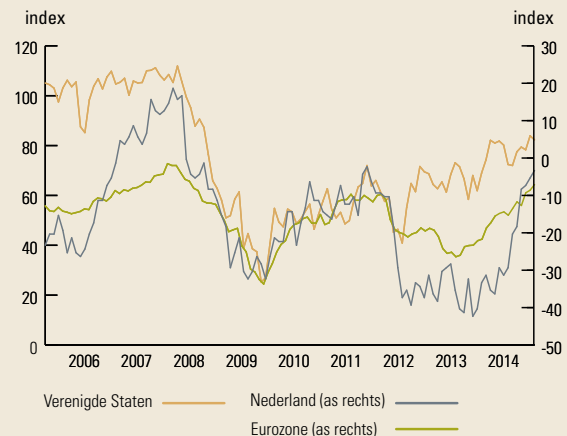
marktomgeving

De afgelopen maand heeft de wereldeconomie het door ons verwachte verloop hernomen. De eerste maanden van dit jaar was er in heel veel regio's sprake van nogal wat verstoringen die dit verloop doorkruisten. Streng winterweer in de Verenigde Staten en Japan (slecht voor bouw en transport) en een hele zachte winter in Europa (veel minder energieconsumptie) hadden allerlei neerwaartse effecten op de bestedingen. Daarnaast hadden fiscale veranderingen in onder andere Japan en Nederland versturende effecten in het laatste kwartaal van 2013 en het eerste kwartaal van 2014. Nu de weers- en incidentele factoren zijn uitgewerkt, trekt de economie overal aan, soms zelfs sterker dan trendmatig als gevolg van een inhaaleffect. Hoewel de ontwikkelingen in Irak veront- rustend zijn, is de geopolitieke situatie in Oost-Europa juist rustiger geworden. De meeste aandacht gaat daardoor nu uit naar de inflatievooruitzichten, het monetaire beleid en de situatie in het bankwezen (met name de Europese bankensector).

Wordt het inflatie of deflatie in de Verenigde Staten en Europa?

In de Verenigde Staten begint de inflatie – onder invloed van vooral de aantrekkende economische groei – op te lopen. In oktober 2013 bedroeg de stijging van de consumptieprijzen nog 0,9% ten opzichte van een jaar eerder. In mei 2014 was dit opgelopen tot 2%. Wanneer wordt geschoond voor de gestegen voedings- en energieprijzen blijft de toename van de inflatie beperkt tot 1,8% vergeleken met 1,7% in oktober vorig jaar. In de eurozone ligt het tempo van prijsstijgingen aanzienlijk lager en is de totale inflatie gedaald van 0,7% in oktober 2013 tot 0,5%. Geschoond voor energie en voeding was er sprake van een stijging van 0,8% tot 1,0%. Gezien de verbeterende arbeidsmarkt en de geleidelijk oplopende loonkosten verwachten wij dat de inflatie in de Verenigde Staten licht zal oplopen. Ook in de eurozone begint de economie te herstellen en neemt de neerwaartse druk op de lonen af. De maatregelen die de ECB begin juni heeft voorgesteld (zie de Special op pagina 4) en het effect van een door ons

Consumentenvertrouwen



Bron: Datastream

Het consumentenvertrouwen is in de Verenigde Staten eerder beginnen te herstellen (2012) dan in de eurozone. In Nederland vindt vanaf eind 2013 een zeer snel herstel plaats. De perspectieven voor de groei van de particuliere consumptie zijn dus overal verbeterd.

verwachte verzwakking van de euro, zullen volgens ons voorkomen dat er daadwerkelijk een periode van deflatie in de eurozone optreedt. Overigens lijken centrale banken in de ontwikkelde landen vastbesloten om een dergelijke situatie te vermijden.

Banken worden gescreend

De komende maanden zal de ECB de kwaliteit van de activa van de onder haar toezicht komende banken aan een nauwkeurig onderzoek onderwerpen. Daarna zal een stresstest worden gehouden om te bezien of deze banken ook bestand zijn tegen economisch zeer slechte tijden. Het is niet uitgesloten dat er in beide gevallen zwakheden aan het licht zullen komen. Ongetwijfeld zal getracht worden dergelijke zwaktes te repareren via kapitaalversterkingen voordat ze in de publiciteit worden gebracht. Toch kan niet worden uitgesloten dat in sommige landen bij bepaalde (groepen) banken problemen zullen optreden. Te denken valt aan het nog zwakke bankwezen in Zuid-Europa maar ook aan sommige banken in Duitsland, Italië en Frankrijk. Dit kan aanleiding vormen voor turbulentie op de financiële markten. Maar wij denken dat de Europese landen, zeker de sterkere landen, in staat zullen zijn om eventuele problemen op te lossen.

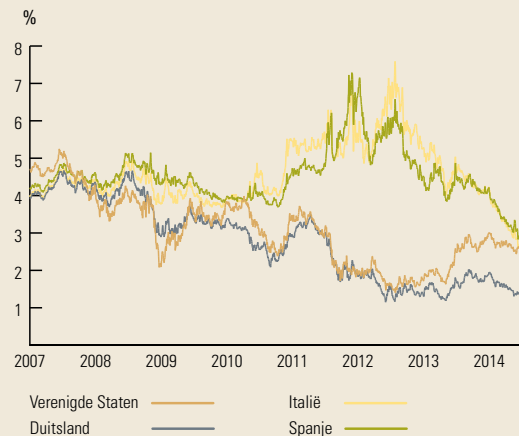
marktontwikkelingen

De risico-aversie die de financiële markten in het begin van dit jaar nog parten speelde, begint steeds meer naar de achtergrond te verdwijnen. De tijdelijke en incidentele problemen die hiervoor verantwoordelijk waren in veel regio's zijn voor een belangrijk deel weggeëbd. Hoewel de recente ontwikkelingen in Irak zorgwekkend zijn, lijkt de spanning tussen het Westen en Rusland over Oekraïne niet te escaleren en een sterke terugval van de Chinese economie wordt steeds minder waarschijnlijk. Op de financiële markten wordt dit zichtbaar in stijgende aandelenkoersen en een beginnende opwaartse druk op de obligatierendementen.

Aandelenmarkten zetten in sommige landen records neer

Sinds medio mei is de stemming op de internationale aandelenmarkten duidelijk in positieve zin veranderd. Vooral een aantal Amerikaanse indices (zoals de Dow Jones en de Nasdaq) konden daardoor het verlies van de eerste vier en een halve maand omzetten in winst. De S&P 500 heeft onlangs zelfs weer een nieuw record weten te realiseren. Dat was overigens ook het geval met onder andere de Duitse DAX. De meeste Europese aandelenbeurzen hebben een geleidelijke positieve ontwikkeling doorgemaakt, waarbij vooral de Italiaanse en de Spaanse beurs er na de Europese verkiezingen uitsprongen. De vooruitzichten voor de aandelenmarkten zijn momenteel erg gunstig. Sinds het begin van dit jaar is een aantal factoren ten goede veranderd. Behalve het verbeterende macro-economische beeld kan daarbij worden genoemd de aantrekkelijke relatieve waardering van aandelen vergeleken met obligaties. Daarnaast is de onrust op de aandelenmarkten nu veel geringer, wat zichtbaar is in minder grote koersfluctuaties. Bovendien begint het winstmomentum – een van de drijvende krachten achter koersstijgingen – te verbeteren. Ten slotte wordt verwacht dat de stijging van de rente in de komende anderhalf jaar geringer zal zijn dan tot voor kort nog werd aangenomen.

Verloop 10-jaarsrente in een aantal landen



Bron: Datastream

De rente op 10-jaars staatsobligatie staat opnieuw onder neerwaartse druk. In Italië en Spanje ligt deze rente nu onder de 3%, dicht bij het niveau in de Verenigde Staten en lager dan voor de kredietcrisis uitbrak. Het renteversil tussen de Verenigde Staten en Duitsland is el opgelopen en zal bijdraken aan een versterking van de Amerikaanse dollar.

Goede vooruitzichten voor bedrijfsobligaties

Op de obligatiemarkten zijn de rentes sinds medio mei per saldo amper veranderd. In de Verenigde Staten vond een lichte stijging plaats en in de Zuid-Europese landen werd de stijging die in de aanloop naar de Europese verkiezingen was opgetreden, meer dan ongedaan gemaakt. Als gevolg van het soepele beleid van veel centrale banken wordt voor de komende paar maanden evenmin veel beweging in de rente verwacht. Wanneer duidelijk wordt dat de economieën van de Verenigde Staten en Europa sterker herstellen dat tot voor kort werd aangenomen en de vrees voor deflatie in Europa wegebt, zal het rendement op staatsobligaties geleidelijk aan gaan oplopen. Het verschil met het rendement op bedrijfsobligaties zal daarbij vermoedelijk afnemen. Deze obligaties winnen nog steeds aan aantrekkelijkheid nu de financiële situatie van bedrijven verder verbetert en het risico op faillissementen vermindert als gevolg van de verbeterende macro-economische vooruitzichten.

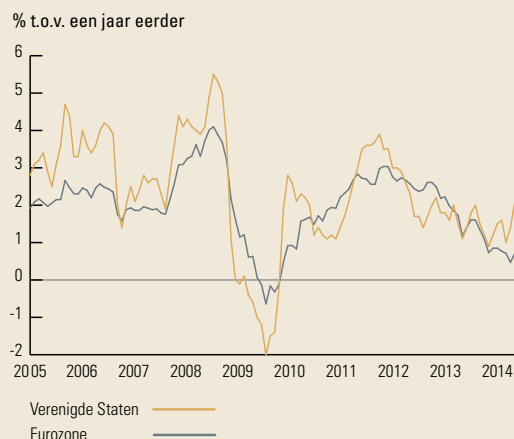
Breed pakket maatregelen van de ECB

Zoals verwacht heeft de ECB begin juni maatregelen aangekondigd om de dreigende deflatie te bestrijden. Weliswaar is er nog geen sprake van daadwerkelijke deflatie, maar de inflatieraming voor dit jaar is verlaagd tot 0,7% (was 1,1%) en ook in de komende jaren wordt een zo lage inflatie voorzien dat deflatie voortdurend op de loer blijft liggen. De maatregelen vallen uiteen in renteverlagingen en (onconventionele) maatregelen om het functioneren van het kredietmechanisme te verbeteren en de kredietverlening door banken te stimuleren. De herfinancieringsrente van de ECB wordt verlaagd van 0,25% tot 0,15% en de depositorente wordt zelfs negatief door een verlaging met eveneens 0,1% tot -0,1%. Hierdoor moeten banken er geld op toeleggen als ze overtollig kapitaal bij de ECB stallen. Hoewel deze renteverlagingen gering zijn, gaat er een behoorlijke signaalwerking van uit.

ECB gaat op de onconventionele toer

Behalve de renteverlagingen heeft de ECB een aantal gerichte en langer lopende herfinancieringstransacties (TLTRO's) geïntroduceerd. Hierdoor kunnen banken een bedrag gelijk aan 7% van hun uitstaande kredietportefeuille (stand per 30 april jongstleden) in de niet-financiële private sector (exclusief hypotheekleningen) lenen bij de ECB. Het gaat, zoals gezegd, om gerichte herfinancieringstransacties, wat inhoudt dat banken de aankoop van staatsobligaties en hypotheekleningen niet mogen financieren met de TLTRO's. De looptijd van de TLTRO's is vier jaar en de rente blijft gedurende de hele looptijd gelijk aan de herfinancieringsrente op het moment van opname plus een opslag van 0,1%-punt (samen nu 0,25%). De eerste twee TLTRO's zijn gepland voor september en december 2014 en zullen circa EUR 400 miljard beslaan. Gehoopt wordt dat ze een positief effect zullen hebben op de bancaire kredietverlening aan met name het midden- en kleinbedrijf in de perifere Europese landen waar het bankwezen het nog moeilijk heeft. Daarnaast besloot de ECB de voorbereidingen voor een ABS-programma (door activa gedekte leningen) te versnellen. In een dergelijk programma koopt de ECB eenvoudige en transparante 'asset-backed securities' waarbij leningen aan de niet-financiële private sector als onderpand dienen. Dit kan de nu sluimerende ABS-markt nieuw leven inblazen en banken ertoe aanzetten om nieuwe leningen te verstrekken, terwijl ze gelijktijdig hun balans kunnen verkorten. Voorts heeft de ECB besloten om

Consumptieprijsontwikkeling in de Verenigde Staten en de eurozone



In de eurozone blijven de consumptieprijzen onder druk staan. Naar onze mening zal dit echter over een paar maanden over zijn als de economie verder herstelt en de neerwaartse druk op de lonen afneemt. Dan zal het verloop in de eurozone meer gaan lijken op dat in de Verenigde Staten.

de volledige toewijzing van basisherfinancieringstransacties te verlengen van medio 2015 nu tot eind 2016. En tenslotte wordt de wekelijkse sterilisatie (transacties om te voorkomen dat de geldhoeveelheid toeneemt) van het securities markets programma opgeschort. Daardoor komt circa EUR 120 miljard aan extra liquiditeit beschikbaar, wat de interbancaire rente (verder) zou moeten drukken.

Nog geen opkopen van staatsobligaties

Het nu voorgestelde programma is veelomvattender dan de meeste analisten hadden verwacht. De aangekondigde maatregelen hebben als doel de kredietverlening en het functioneren van het bancaire transmissiemechanisme te stimuleren. Of dat lukt zal nog moeten blijken want de markten waarop nu wordt aangegrepen zijn klein en niet erg liquide. Ondanks de verlaagde prognose voor de inflatie is de ECB nu echter niet bereid om over te gaan tot grootschalige kwantitatieve verruiming (quantitative easing of QE) op meer liquide markten voor staatsobligaties of hypotheekobligaties. Dat zou de rente op die markten zeker omlaag drukken. Hoewel dat stimulerend werkt, sluit het niet direct aan bij de problemen waarop de ECB zich wil richten.



vooruitzichten

Tijd om iets meer risico te nemen

Als uitvloeisel van de verbeterde vooruitzichten voor risicovollere beleggingen hebben wij het aandelenbelang verhoogd van gematigd overwogen tot fors overwogen ten koste van liquide middelen. De uitbreiding van het aandelenbelang zal volledig worden gebruikt voor een vergroting van aandelenbeleggingen in opkomende markten (de allocatie naar de opkomende regio's is daarom verhoogd van neutraal naar overwogen). Opkomende markten zijn geruime tijd achtergebleven bij andere aandelenmarkten in de wereld onder andere omdat ze te lijden hadden van opwaartse druk op hun munten, die hun concurrentiekracht ondermijnde. Het sentiment begint echter sinds kort te keren. De waarderingen zijn momenteel aantrekkelijk, het verkrappende beleid van veel centrale banken in opkomende economieën nadert het einde en de economische hervormingen die veel landen hebben doorgevoerd beginnen hun vruchten af te werpen. De overige regionale voorkeuren blijven onveranderd met een overweging voor Europa en een onderweging voor de Verenigde Staten. Ook in de sectorvoorkeuren hebben we geen wijziging aangebracht en we blijven derhalve positief voor informatietechnologie, gezondheidszorg en basismaterialen.

(Staats)obligaties blijven onaantrekkelijk

In het licht van de verwachte rentestijging – hoewel minder sterk dan tot voor kort werd gedacht – zijn obligaties onaantrekkelijk. Daarom handhaven we een onderwogen belang voor obligaties in totaal. Dat geldt vooral voor dure overheidsobligaties van de Verenigde Staten en de kernlanden van de eurozone. Obligaties uit de Europese periferie zijn nog steeds aantrekkelijk omdat de rente er

nog wat verder kan dalen. Binnen de obligatieportefeuille gaat verder onze voorkeur uit naar bedrijfsobligaties, zowel van zeer kredietwaardige bedrijven als van high-yield (hoger renderende maar ook risicovollere obligaties). Gezien hun aantrekkelijkheid kan het verschil in rente met overheidsobligaties nog wat verder afnemen. Het hogere risico is gerechtvaardigd in het licht van de verbeterende wereldeconomie en de mede daardoor afnemende faillissementsrisico's.

Vastgoed, hedge funds en grondstoffen

We hebben het belang in vastgoed verder uitgebreid. In de defensievere profielen (2 en 3) wordt de bestaande overweging verder verhoogd en in de offensieve profielen (4 en 5) verhogen we het neutrale belang tot overwogen. Naast de aantrekkelijke waardering zijn de belangrijkste argumenten het feit dat vastgoed direct inkomen genereert voor beleggers en de risicodiversificatie die wordt bereikt ten opzichte van aandelen. Regionaal handhaven we een voorkeur voor Noord-Amerika boven Europa (neutraal) en Azië (onderwogen). We handhaven een overwogen positie in hedge funds in de meer defensieve profielen, omdat ze daarin een goed alternatief zijn voor obligaties. In de meer offensieve profielen blijven we onderwogen, omdat we daar willen profiteren van de blijvend goede vooruitzichten voor aandelen. In de meer neutrale profielen handhaven we een neutraal belang. Veelal incidentele factoren hebben in de eerste maanden van 2014 geleid tot een behoorlijke prijsstijging van veel grondstoffen. We handhaven onze neutrale opinie omdat we niet verwachten dat de prijsstijgingen zullen voortduren.



ABN·AMRO MeesPierson

Algemene Disclaimer

De in dit document aangeboden informatie is opgesteld door Vermogensadvies en Vermogensbeheer Nederland van ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") en is bedoeld als informatie in algemene zin en is niet toegespitst op uw persoonlijke situatie. De informatie mag daarom nadrukkelijk niet beschouwd worden als een advies of als een voorstel of aanbod tot 1) het kopen van beleggingsproducten en/of 2) het afnemen van beleggingsdiensten noch als een beleggingsadvies. Beslissingen op basis van de informatie uit dit document zijn voor uw eigen rekening en risico. De informatie en voorwaarden die van toepassing zijn op door ABN AMRO aangeboden beleggingsproducten en beleggingsdiensten verleend door ABN AMRO kunt u vinden in de Voorwaarden Beleggen ABN AMRO die verkrijgbaar zijn via www.abnamro.nl/beleggen. Hoewel ABN AMRO tracht juiste, volledige en actuele informatie uit betrouwbaar geachte bronnen aan te bieden, verstrekt ABN AMRO expliciet noch impliciet enige garantie dat de aangeboden informatie in dit document juist, volledig of actueel is. ABN AMRO aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie kan worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. ABN AMRO is niet verplicht de hierin opgenomen informatie te actualiseren of te wijzigen. ABN AMRO en/of haar agenten of onderaannemers aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid ten aanzien van enige schade (met inbegrip van gederfde winst), die op enigerlei wijze voortvloeit uit de informatie die u in dit document wordt aangeboden of het gebruik daarvan. ABN AMRO, of de rechthebbende, behoudt alle rechten (waaronder auteursrechten, merkrechten, octrooien en andere intellectuele eigendomsrechten) met betrekking tot alle in dit document beschreven informatie (waaronder alle teksten, grafisch materiaal en logo's). Het is niet toegestaan de informatie uit dit document te kopiëren of op enigerlei wijze openbaar te maken, te verspreiden of te vermenigvuldigen zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van ABN AMRO of rechtmatige toestemming van de rechthebbende. U mag de informatie in dit document wel afdrucken voor uw eigen persoonlijk gebruik.

US Person Disclaimer

ABN AMRO Bank N.V. ("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 beleggingsdienstverlening van ABN AMRO, inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven beleggingsproducten en beleggingsdiensten, 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. Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten 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 beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van beleggingsdiensten en/of beleggingsproducten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

Colofon

Auteur: Ben Steinebach, Hoofd Beleggingsstrategie van ABN AMRO MeesPierson
Heeft u nog vragen naar aanleiding van deze nieuwsbrief? Neem dan contact op met uw beleggingsadviseur of vermogensbeheerder.