



koers houden

uitgave 2e kwartaal 2013

Beleggingsvisie

2e kwartaal 2013

Ons nieuwe motto voor het tweede kwartaal van 2013 is “koers houden”. In de scheepvaart impliceert het ook dat er turbulente tijden kunnen bestaan waarin desondanks koers moet worden gehouden. Dat geldt ook voor beleggers, die in de huidige turbulente macro-economische tijden de blik op het verkrijgen van een redelijk rendement moeten houden. In onze visie betekent dat een nieuw accent op aandelen, waarvan we het belang aan het begin van het tweede kwartaal verder hebben uitgebreid. Ondanks de roerige tijden blijven aandelen immers aantrekkelijk gewaardeerd en zijn de rendementsvooruitzichten beter dan voor de andere beleggingscategorieën. Alle reden dus om koers te houden.



Ben Steinebach

Hoofd Beleggingstrategie

ABN AMRO MeesPierson Nederland



Economisch herstel wint aan breedte en diepte

De perspectieven voor de mondiale economie blijven geleidelijk verbeteren. De kracht van het herstel neemt toe, vooral in opkomende landen en de Verenigde Staten, en het verbreedt zich ook naar andere regio's, waaronder Europa. Centrale banken dragen hier flink aan bij door meer duidelijkheid aan de dag leggen over de duur en intensiteit van hun beleid van monetaire stimulering.

[Marktomgeving > pagina 2](#)



Verdere vergroting aandelenbelang

Het vertrouwen in het economisch herstel neemt toe, evenals de geldstromen naar de aandelenmarkten. Bovendien zijn de financiële markten duidelijk minder gevoelig voor slecht nieuws. Dit alles rechtvaardigt een groter belang in aandelen. Dit gaat deels ten koste van liquide middelen, deels ten koste van obligaties en hedgefonds. Daarnaast hebben we de weging van de sector energie verlaagd en die van niet duurzame consumptiegoederen verhoogd, zodat beide nu een neutrale weging hebben.

[Vooruitzichten > pagina 4](#)



Obligaties van zeer kredietwaardige bedrijven worden duur

De koersen van obligaties van zeer kredietwaardige bedrijven zijn de afgelopen tijd verder gestegen en het rendementsverschil met staatsleningen is afgenomen. De kans op een verdere afname van dit rendementsverschil is nog steeds aanwezig maar wordt wel kleiner. Waar obligaties worden afgebouwd om het aandelenbelang uit te breiden, zal dat in dit segment gebeuren.

[Vooruitzichten > pagina 4](#)

marktomgeving

De wereldeconomie wint geleidelijk verder aan dynamiek. Het herstel wint zowel aan breedte als aan diepte, hoewel de situatie in Europa nog steeds fragiel is. Mede in het licht van de aantrekkende wereldeconomie ontstond onlangs enige vrees dat centrale banken hun stimulerende beleid misschien zouden afbouwen. Voorzitter Bernanke van de Federal Reserve en ECB-president Draghi hebben echter tegelijkertijd laten weten vooralsnog door te gaan met de aankoop van overheidsobligaties.

Aantrekkende economische groei

De verbetering van de wereldeconomie is vooral zichtbaar in de opkomende markten en de Verenigde Staten. Weliswaar daalde in februari de index van inkoopmanagers in China enigszins maar dat moet vooral worden toegeschreven aan de viering van het Chinese Nieuwjaar, als de economische activiteit ongeveer een week op een laag pitje staat. Voor de rest van het jaar voorzien we sterke economische groei in China, evenals in de meeste andere opkomende landen. Daarbij zal Brazilië zich fors herstellen van de zwakke groei in 2012 en weer op een groeipad van circa 4% terugkeren. In de Verenigde Staten lijkt de private sector veerkrachtig genoeg om enige compensatie te bieden voor de belastingverhogingen en bezuinigingen die de overheid aan de economie oplegt. De inkoopmanagers worden optimistischer en de index in zowel de industrie als in de dienstensectoren kwamen in februari rond de 55 uit, wat duidt op een gezonde economische groei. Daarnaast verbeterde de arbeidsmarkt verder met een groei van 236.000 banen in februari waar er circa 150.000 waren verwacht. In Europa blijft de groei voorlopig zwak, maar gezien de verbeterende stemming onder inkoopmanagers mag ook hier in de tweede helft van het jaar een terugkeer naar economische groei worden verwacht.

Centrale banken zetten stimulerend beleid voort

Hoewel de mondiale groei versnelt en zich verbreedt tot meer landen en regio's blijft de groei in Europa en Japan en zelfs in de Verenigde Staten onder het trendmatige pad. In dat licht blijft monetaire stimulans door de centrale banken gewenst. In de Verenigde Staten zal de Federal

Ontwikkeling van de prijs van een vat Brentolie 2010 - 2013



Bron: Datastream

Na een sterke stijging van de olieprijs vanaf eind 2010 is de prijs vanaf het voorjaar van 2011 gestabiliseerd. In de eerste helft van 2012 wordt de prijsstijging dus nog gemeten ten opzichte van de lagere niveaus van begin 2011, waardoor de inflatie betrekkelijk hoog uitkomt.

Reserve voorlopig doorgaan met het opkoopprogramma van staatsobligaties met een omvang van USD 85 miljard per maand en houdt ze het belangrijkste rentetarief op het huidige lage niveau van 0 - 0,25%. In Europa is nog geen opkoopprogramma geactiveerd maar is de bereidheid van de ECB om – onder voorwaarden – ongelimiteerd staatsobligaties van probleemlanden te kopen voldoende om de rust op de markten te bewaren. Ook de ECB zal de rente vermoedelijk tot begin 2015 laag houden. De Bank of England heeft al aangegeven niet meer obligaties te zullen opkopen dan de al voor £ 375 miljard gekochte hoeveelheid. Dit bedrag zal overigens vooralsnog niet uit de markt worden gehaald. Een bijzonder geval is Japan, waar de nieuwe premier Shinzo Abe het voormalige hoofd van de Aziatische Ontwikkelingsbank, Haruhiko Kuroda, naar voren heeft geschoven als de nieuwe gouverneur van de Bank of Japan. Beide willen de yen verder verzwakken om de Japanse economie te stimuleren en de deflatie te verdrijven. Hoewel het gevaar van verlies van onafhankelijkheid van de Bank of Japan op de loer ligt, kan Japan inderdaad wel enige inflatie gebruiken (zie ook Special op pagina 5).

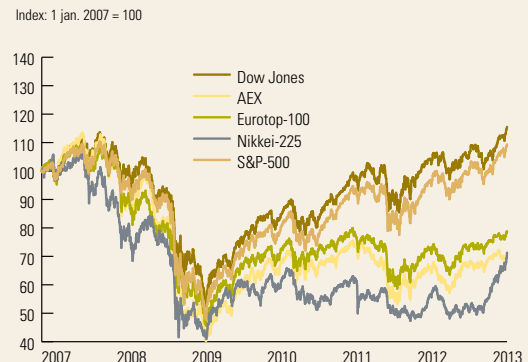
marktontwikkelingen

De hapering die zich vanaf eind januari op veel aandelenmarkten voordeed, is van betrekkelijk korte duur geweest. In de Verenigde Staten was veeleer sprake van een stabilisatie en begonnen de koersen eind februari weer te stijgen. Dat leverde de Dow Jones zelfs een record op in de vorm van de hoogste stand ooit in de eerste week van maart. In Europa vond wel een kortstondige daling plaats maar ook daar hervatten de koersen eind februari hun stijging weer. Deze toenemende risico-bereidheid ging gepaard met enige koersdaling op de obligatiemarkten, als weerspiegeling van de rotatie uit de obligatiemarkten naar de aandelenmarkten.

Drijvende kracht verschuift op aandelenmarkten

Sinds begin 2013 hebben de aandelenmarkten per saldo mooie rendementen weten te boeken. In de Verenigde Staten is de S&P-500 met ruim 8% gestegen (tot en met 6 maart). De Japanse Nikkei-225 steeg in dezelfde periode met bijna 15% en in de eurozone stegen de indices met tussen de 1,5% (AEX) en 9% (Britse FTSE-100). Het karakter van de koersstijgingen is echter aan het veranderen. In 2012 was de drijvende kracht hoofdzakelijk de teruggekeerde rust op de financiële markten. Het monetaire beleid – in de vorm van opkoopprogramma's van overheidsobligaties of de ongelimiteerde bereidheid daartoe – was daarbij een factor van belang. In 2013 verschuift dit geleidelijk naar het heilzame effect van een verbeterende economie, de daarmee samenhangende toename van de bedrijfswinsten en de aantrekkelijke waarderingen van aandelen. Daarmee blijven de vooruitzichten voor aandelen als beleggingscategorie goed en beter dan de vooruitzichten voor de andere beleggingscategorieën. Als uitvloeisel van de veel hogere economische groei, een aantrekkelijke waardering en gezonde financiële verhoudingen (waaronder een lage staatsschuld) zijn de beleggingsvooruitzichten voor opkomende landen daarbij het gunstigst. Ondanks de recente daling van de Japanse yen en het ruime monetaire beleid zijn de rendementsverwachtingen in Japan voorlopig het minst.

Verloop aandelenindices 2007 - 2013



Bron: Datastream

Aandelenkoersen zijn sinds medio 2012 sterk gestegen met een paar korte tussentijdse correcties. De Dow Jones heeft inmiddels de hoogste stand ooit bereikt en de S&P-500 is daar niet meer ver van af. Andere beurzen zijn daarvan nog een eind verwijderd.

Obligaties van kredietwaardige bedrijven worden duur

Op de obligatiemarkten zijn de koersen van staatsobligaties van de Europese kernlanden en de Verenigde Staten in de eerste twee maanden van dit jaar gedaald. Dit ging gepaard met een lichte stijging van het effectief rendement. Tegelijkertijd zijn de koersen van obligaties van kredietwaardige bedrijven juist wat gestegen. Hierdoor is het rendementsverschil tussen deze bedrijfsobligaties en de eerder genoemde staatsobligaties verder afgenomen. Ten opzichte van de rente op kasgeld lag het verschil begin februari op 145 basispunten; we verwachten dat 100 basispunten het absolute minimum is. De aantrekkelijkheid van deze bedrijfsobligaties neemt dan ook verder af, ook vanwege de hogere risico's vergeleken met kasgeld. Staatsobligaties van landen uit de Europese periferie blijven aantrekkelijk en de koersen zijn recentelijk weer wat gestegen, nadat de onrust voorafgaand aan en volgend op de Italiaanse verkiezingen is afgenomen. Een verdere koersstijging en de daarmee gepaard gaande daling van het effectief rendement ligt volgens ons de komende maanden nog steeds in het verschiet. Voorts blijven obligaties van opkomende markten – ook in lokale valuta's – en high yield (risicovollere bedrijfsobligaties met een hoger rendement) aantrekkelijk omdat ze de belegger voldoende extra rendement bieden voor het hogere risico.



vooruitzichten

Aandelen worden nog steeds aantrekkelijker

De vooruitzichten voor aandelen zijn de afgelopen maand verder verbeterd. Daarvoor hebben we de volgende argumenten:

- ▶ Het vertrouwen in een sterker en breder economisch herstel is toegenomen;
- ▶ De relatieve aantrekkelijkheid van aandelen ten opzichte van andere beleggingen is groter geworden, vooral vergeleken met obligaties en liquide middelen;
- ▶ De vrees dat monetaire verruiming snel wordt beëindigd, is weggenomen;
- ▶ Er worden meer fondsen aangewend voor beleggingen in aandelen;
- ▶ Correcties zijn kortstondig, wat duidt op minder gevoeligheid voor slecht nieuws.

Daarom hebben we de weging van aandelen in onze risicoprofielen opnieuw vergroot, met uitzondering van het meest defensieve risicoprofiel (profiel 1) waarin geen aandelen zijn opgenomen. In het gematigd defensieve profiel (profiel 2) blijft de uitbreiding van het aandelenbelang beperkt tot 3%-punt ten laste van liquide middelen. In de overige profielen bedraagt de uitbreiding 5%-punt, ten laste van obligaties en hedgefonds (profielen 3 en 4) of alleen van hedgefonds (profielen 5 en 6).

Vooruitzichten voor obligaties verslechteren verder

Staatsobligaties in de Verenigde Staten en de Europese kernlanden blijven extreem duur en omdat we daarin het komende jaar een koersdaling verwachten, blijven we fors onderwogen in – vooral deze – obligaties. Ook obligaties van kredietwaardige bedrijven zijn recentelijk duurder geworden en daar waar we een deel van de obligaties

gebruiken om het aandelenbelang te verhogen (profielen 3 en 4), doen we dat via een verlaging van de weging van deze obligaties. In de lagere profielen vervullen deze obligaties een meer defensieve rol en wordt risico-diversificatie bewerkstelligd via een ongewijzigde overweging van hedgefonds. In de offensievere profielen is de weging van obligaties veel geringer. Daarin is diversificatie – ook via de opname van minder beweeglijke hedgefonds – minder gewenst omdat we juist optimaal willen profiteren van het potentieel van aandelen.

Hedgefonds, grondstoffen en vastgoed

Om de laatstgenoemde reden hebben we de positie in hedgefonds in de hogere profielen geheel afgebouwd ten gunste van aandelen. Dat wil niet zeggen dat we onze mening over (de rendementsvooruitzichten van) hedgefonds hebben herzien. In de meer defensieve profielen handhaven we een overwogen belang omdat hedgefonds daar hun diversificatiefunctie, vooral ten opzichte van obligaties optimaal kunnen blijven vervullen. In de meer gemengde profielen 3 en 4 hebben we hedgefonds teruggebracht naar een strategische weging waarbij enerzijds de diversificatiefunctie ten opzichte van obligaties intact blijft en anderzijds meer kan worden geprofiteerd van het potentieel van aandelen. In een klimaat van gematigde economische groei, geleidelijk stijgende kapitaalmarktrente en een stijgende dollar blijven de vooruitzichten voor grondstoffen gematigd. Daarom handhaven we onze neutrale weging in grondstoffen. De vooruitzichten voor vastgoed blijven gematigd positief. We handhaven een overwogen belang waarbij we kwaliteit en sterke balansposities extra honoreren. Daarom hebben we regionaal een voorkeur voor de Verenigde Staten en (ontwikkeld) Azië.

Zijn zorgen over inflatie gerechtvaardigd?

In veel landen en regio's nemen de zorgen over een sterk oplopende inflatie toe. Een van de bronnen daarvoor zou het zeer expansieve monetaire beleid in vooral de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, de eurozone en Japan kunnen zijn. Een overmatige geldcreatie waar de groei van de hoeveelheid goederen en diensten bij achterblijft, zou de waarde van geld immers verkleinen. Dat komt tot uiting in het stijgen van de prijzen van deze goederen en diensten. In deze Special onderzoeken wij of het gevaar voor inflatie werkelijk aanwezig is en of er verschillen zijn tussen de genoemde landen en regio's.

Werking van het beleid van centrale banken

Onder normale omstandigheden komt het geld dat door centrale banken wordt gecreëerd terecht op de balansen van commerciële banken die het in de vorm van kredieten weer uitlenen aan de private sector (gezinnen en bedrijven). Wanneer gezinnen en bedrijven vervolgens goederen en diensten aanschaffen, zullen de prijzen hiervan stijgen wanneer de vraag groter is dan het aanbod. In de huidige situatie blijft het geld echter op de balansen van banken staan omdat zij minder mogelijkheden hebben om het uit te lenen aan de private sector. Enerzijds moeten banken in het kader van de nieuwe regelgeving (Basel III) een grotere kapitaalbuffer aanleggen om te voorkomen dat zij bij een nieuwe crisis weer in problemen komen. Anderzijds is ook de financiële situatie van gezinnen en veel – vooral kleinere – bedrijven zwak zodat kredietverlening teveel risico's met zich meebrengt. Aldus komt het grootste deel van het gecreëerde geld niet bij de private sector terecht en wordt het dus niet uitgegeven.

Daadwerkelijke inflatie

De zorgen om de toekomstige inflatie zijn voor een belangrijk deel gevoed door de relatief hoge inflatie in de eerste helft van 2012. Voor een deel was dit het gevolg van het doorwerken van de gestegen olieprijs in de loop van 2011 waardoor de prijzen (in procenten ten opzichte van een jaar eerder) een deel van het jaar tegen een lage basis werden gemeten. In Europa kwam daar voor een aantal landen bij dat de BTW is verhoogd om de overheidstekorten terug te dringen, waardoor bijvoorbeeld in Nederland de inflatie in oktober 2012 naar de 3% 'sprong', een stijging die na 12 maanden weer uit de cijfers verdwijnt. In de

Inflatie in een aantal landen

	jan/12	jul/12	jan/13
Verenigde Staten	3,0	1,4	1,6
EMU	2,7	2,4	2,0
Duitsland	2,1	1,9	1,7
Frankrijk	2,3	1,9	1,2
Italië	3,2	2,9	2,2
Nederland	2,5	2,3	3,0
Verenigd Koninkrijk	4,0	3,2	3,3
Japan	0,1	-0,4	-0,3
China	4,5	1,7	2,0

Bron: Datastream

Ondanks het zeer ruime monetaire beleid is de inflatie in de meeste landen gedurende 2012 teruggelopen. De hogere inflatie begin 2012 is vooral toe te schrijven aan het verloop van de olieprijs. Wij verwachten dat de inflatie ook de komende twee jaar relatief laag zal blijven.

meeste landen is de inflatie inmiddels (januari 2013) aanzienlijk teruggelopen en correspondeert het met niveaus die centrale banken voor ogen hebben. Alleen in het Verenigd Koninkrijk ligt de inflatie met 3,3% in januari duidelijk hoger dan de Bank of England gewenst acht voor de middellange termijn (2,5%). In Japan is nog steeds sprake van deflatie en kan een zeer ruim monetair beleid bijdragen aan een terugkeer van milde inflatie.

Inflatievooruitzichten

Wij denken dat voorlopig niet hoeft te worden gevreesd voor een sterke stijging van de inflatie. De bestaande productie-capaciteit is voorlopig ruim toereikend om te voorzien in een toenemende vraag naar goederen en diensten. Centrale banken kunnen hun ruime beleid dus nog wel enige tijd volhouden. Pas als de productiecapaciteit vol wordt benut zullen ze een deel van de geldcreatie moeten terugdraaien om inflatie te vermijden.



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 aangeboden 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.