



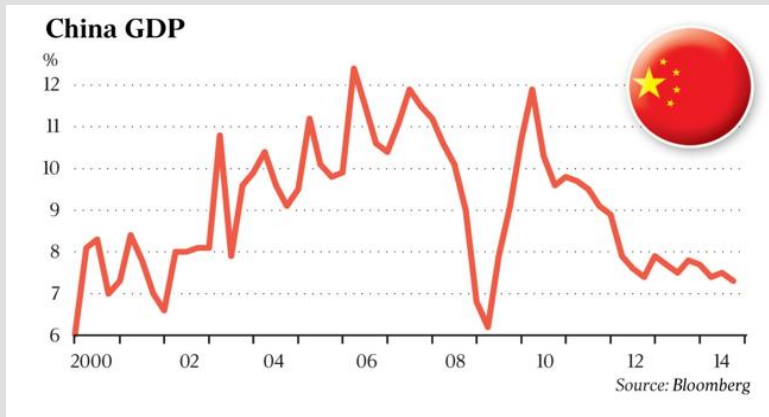
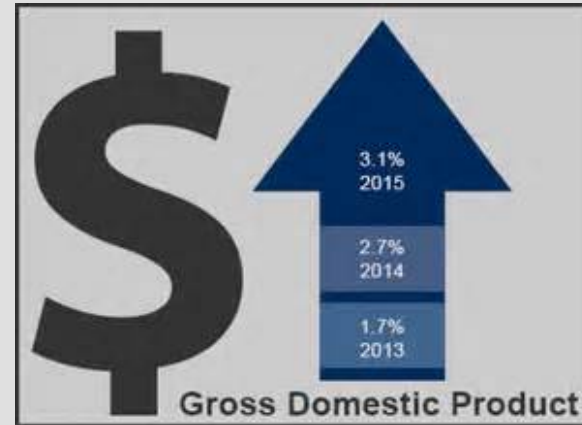
**DOUBLEDIVIDEND  
OUTLOOK 2015**

**KWALITEIT  
ONAFHANKELIJK  
BETROKKEN**

DECEMBER 2014

# 1. Economie VS blijft anker

- Het IMF verwacht een wereldwijde economische groei van 3,8% in 2015
- Met een verwachte economische groei van circa 3% in 2015 en 2016 blijft de VS het belangrijkste anker in de ontwikkelde wereld en daarmee de wereldwijde economische groei.
- Economische groei in de VS is goed nieuws voor de winstontwikkeling van ondernemingen en daarmee aandelenkoersen.
- Er is echter ook een keerzijde. Door de economische groei zal de werkloosheid verder dalen en de FED het monetaire beleid verkrappen. Hierdoor zal de rente naar alle waarschijnlijkheid stijgen. Dit is zowel een risico voor de obligatiemarkt als de aandelenmarkt.

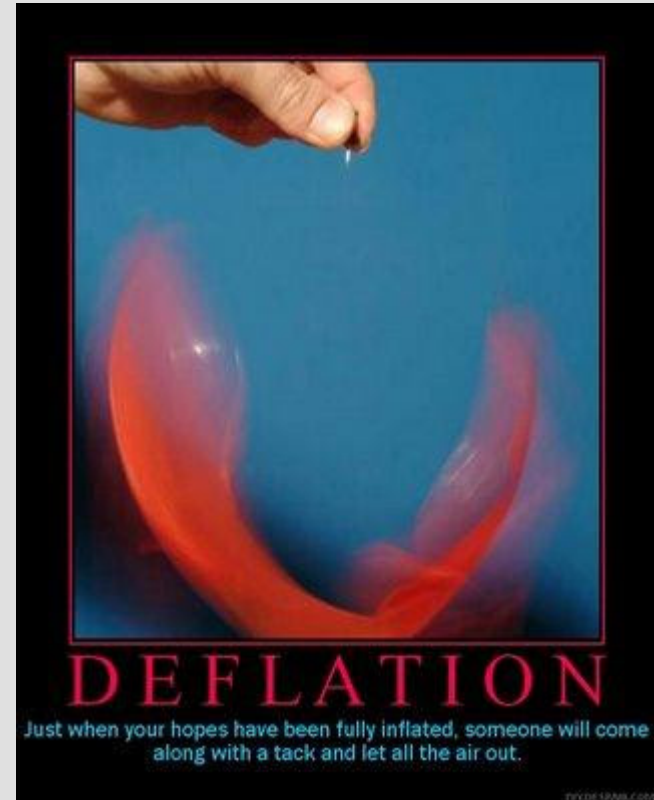


- Buiten de VS bestaan er zorgen over met name afzwakkende groei in China en aanhoudende zwakke groei in Europa.
- De economische groei in China zal waarschijnlijk ook in 2015 rond de 7% uitkomen, een fors percentage maar lager dan in recente jaren. De oververhitte vastgoedmarkt vormt een risico voor de gehele economie.
- Economische groei in de Eurozone zal waarschijnlijk wat aantrekken maar blijft zwak met ruim 1% groei. Veel zal van de ECB afhangen.
- Voor de BRIC's wordt een groei verwacht van ruim 5%.

## 2. Europa: de ECB is aan zet!

- Daar waar in de VS de centrale bank een risico vormt voor de markt, biedt de ECB mogelijk perspectieven voor Europa.
- DE ECB en de FED maken in 2015 waarschijnlijk een tegengestelde beweging: de FED verkrap, de ECB verruimt.

- Het schuldenprobleem in Europa is nog niet opgelost. Voor de oplossing bestaan drie opties: **1. wanbetaling 2. inflatie of 3 hervormingen (& groei)**
- Met het risico op deflatie en zeer beperkte economische groei neemt de druk op de ECB toe verder in actie te komen.
- De verwachting bestaat dat de ECB de monetaire verruiming in 2015 zal uitbreiden, mogelijk met de aankoop van staatsobligaties.



- Acties van de ECB hebben o.a. een verzwakking van de Euro en een extreem lage rente tot gevolg.
- De verzwakking van de EURO ten opzichte van de Dollar geeft lucht voor de ECB omdat dit de inflatie en economische groei kan aanwakkeren. Daar staat tegenover dat dalende olieprijs de inflatie weer drukt.

### 3. Zwakke EURO, goedkope grondstoffen

- **Recente bewegingen in grondstoffen prijzen en valuta zullen ook in 2015 de markten bezig houden.**

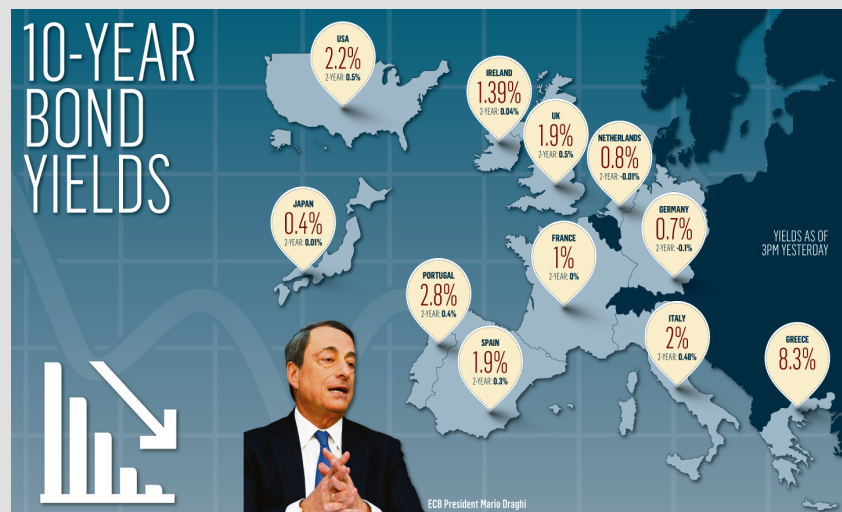
- De verzwakking van de EURO is een zege voor Europa omdat dit zowel de (geïmporteerde) inflatie aanwakkert alsmede de economische groei (concurrentiepositie) bevordert.
- Ook zal voor Europese ondernemingen met activiteiten buiten Europa de winst in Euro's stijgen.
- Voor Amerikaanse bedrijven met activiteiten in Europa komt de winst daarentegen onder druk te staan.
- Dit wordt echter gecompenseerd door een stijgende aandelenkoers in euro's gemeten.



- De daling van de prijzen van grondstoffen in het algemeen en olie in het bijzonder zullen de markten sterk blijven beïnvloeden in 2015.
- In beginsel is een lage olieprijs goed voor de economische groei, in de VS leidt elke USD 10 daling van de olieprijs tot 0,2% extra economische groei.
- Een lage olieprijs drukt de inflatie. Dat is gunstig voor de VS, maar slecht nieuws voor Europa.
- Voor de olie-exporterende landen waaronder Rusland levert de dalende olieprijs begrotingsproblemen op, hetgeen weer tot instabiliteit kan leiden.

## 4. Obligaties: geen Rendement *wel* Risico

- Obligaties met een hoge rating zoals Amerikaanse en Europese staatsobligaties en hoogwaardige bedrijfsobligaties hebben nauwelijks rendementsperspectief als gevolg van de extreem lage rente tenzij we in een sterk deflatoire omgeving terecht komen.
- De rente op de 10-jarige staatsobligaties van tal van eurolanden staat op een laagterecord en bedraagt 1% of minder. Het verwachte rendement is zeer beperkt, terwijl de kans op een negatief (reëel) rendement steeds groter wordt.



- In de VS is de 10 jaarrente weliswaar wat hoger, maar ook zeer laag in historisch perspectief. Bovendien is de kans op een rentestijging in de VS hoger vanwege de economische groei en de monetaire verkrapping van de FED.
- High yield en obligaties in opkomende markten zijn in historisch perspectief niet goedkoop, maar blijven in relatieve zin aantrekkelijk.
- Bij obligaties is het van belang zeer selectief te zijn. Staatsobligaties in Europa zijn alleen interessant als je elders (nog) grotere verliezen verwacht of bij aanhoudende deflatie.



## 5. Aandelen – Het glas is halfvol

- Fundament voor aandelen blijft ook in 2015 goed. Markten worden gesteund door groei in VS, lage rente, stimuleringsbeleid van de ECB, herstel in Europa en gezonde winstontwikkeling van bedrijven.
- Waardering van aandelen is redelijk; aandelen zijn wel eens goedkoper geweest, maar zeker ook duurder. Zolang de rente laag blijft en de winstgroei gezond is waardering niet het grootste risico.
- De VS lijkt wat voller gewaardeerd dan Europa, maar biedt ook minder onzekerheden. Grootste risico voor de VS is de rente.



- Voor een prudente belegger is het glas echter niet meer dan halfvol. Het beheersen van risico's is integraal onderdeel van het beleggen in aandelen.
- Belangrijke risico's voor aandelen zijn o.a. een stijgende rente in de VS, het uitblijven van herstel in Europa, onenigheid binnen de ECB, een harde landing in China en geopolitieke onrust.
- Plus alles wat we nog niet weten.... En dat vormt uiteindelijk natuurlijk het grootste risico.

## 6. Vastgoed – In the Sweet Spot

- Voor vastgoed & vastgoedaandelen waren de omstandigheden in 2014 bijna perfect.
- Vastgoedaandelen profiteren van sterke aandelenmarkten (risicobereidheid) alsmede de overwaardering van obligaties (zoektocht naar rendement als gevolg van rentedaling).
- Zowel gebruikersmarkt als beleggingsmarkt van vastgoed ontwikkelen zich goed.
- Cyclisch liggen de VS en het VK duidelijk voor op continentaal Europa. Vraag is of de VS en het VK al gaan pieken in 2015 of nog meer in het vat hebben.
- Groei in continentaal Europa is nog mager.



- Structurele uitdagingen blijven bestaan voor met name de retailmarkt. E-commerce leidt onvermijdelijk tot (nog meer) overcapaciteit.
- Betaalbare woningen, binnenstedelijk vastgoed en dominante winkelcentra bieden op lange termijn de beste kansen.
- Duurzaamheid wordt in de toekomst belangrijk thema is vastgoed. Vastgoed is verantwoordelijk voor merendeel van CO<sub>2</sub> uitstoot in steden. Gebruikers zullen steeds hogere eisen stellen.

## 7. Duurzaamheid

- Duurzaamheid is inmiddels gemeengoed in het bedrijfsleven, waarbij het accent verschuift van vermijden van negatieve effecten naar oplossingen voor mens en milieu die waarde toevoegen.
- Ondernemingen verhogen het aandeel verantwoorde producten binnen de portefeuille, door veranderingen in ontwerp, productie en marketing.



- Duurzaamheid is onderdeel van kwaliteit en levert rendement op. Niet duurzaam denken vormt een risico.
- Unilever onderstreept de business case aan de hand van een zestal factoren: consumentenvoorkeur, onderhandeling met afnemers, innovatie, marktonwikkeling, kostenbesparing en inspiratie.



## 8. Asset Allocatie

- **AANDELEN:** we blijven overwogen in aandelen. Aandelen zijn niet goedkoop, maar markt wordt gesteund door economische en winstgroei. Beste alternatief binnen beleggingsportefeuille.

- **OBLIGATIES:** staatsobligaties en hoge kwaliteit bedrijfsobligaties bieden nauwelijks rendement wel risico. We blijven onderwogen. High yield biedt beter rendement maar tegen hoger risico. Neutraal.

- **VASTGOED:** profiteert van lage rente. Waardering is redelijk. Gebruikersmarkt sterk. Neutraal tot licht overwogen als alternatief voor obligaties.

- **MICROFINANCIERING:** verwachte groei 10-15% in 2015. Microfinancieringslanden groeien relatief hard. Risico neemt iets toe, focus op kwaliteit blijft belangrijk. Microfinanciering neutraal.

