



Rentevisie juli 2020

Het coronavirus heeft niet alleen ons dagelijks leven compleet veranderd, ook heeft het een enorme economische impact. De pandemie heeft een wereldwijde recessie veroorzaakt, waarbij die van de wereldwijde financiële crisis van nu ruim tien jaar geleden verbleekt. In reactie hierop hebben overheden en centrale banken snel ingegrepen en zijn beleidsrentes verder verlaagd. Wat betekent dit voor onze renteverwachtingen en wat kunnen obligatiebeleggers verwachten?

Sterkste economische krimp sinds jaren '30

Als gevolg van de lockdown-maatregelen die sinds maart van dit jaar van kracht werden om verdere verspreiding van het coronavirus een halt toe te roepen, zijn belangrijke ontwikkelde en opkomende economieën volledig tot stilstand gekomen. Zowel de aanbod- als de vraagzijde van de economie zijn geheel of gedeeltelijk uitgevallen. Fabrieken en kantoren gingen dicht en werknemers werden (tijdelijk) naar huis gestuurd. Bovendien was het in veel gevallen voor consumenten niet mogelijk om bestedingen te doen omdat winkels gesloten bleven. Het dieptepunt van de coronacrisis zijn we in april gepasseerd, wat binnenkort zichtbaar zal worden in de groeicijfers over het tweede kwartaal. In de meest recente verwachting van het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de World Economic Outlook van juni, wordt voor heel 2020 gerekend op een economische krimp van 4,9% op jaarbasis, de sterkste krimp sinds de jaren dertig van de vorige eeuw. Voor volgend jaar wordt een herstel verwacht van 5,4% (zie grafiek op de volgende pagina). Desondanks zal de omvang van de wereldwijde economie eind 2021 naar schatting zo'n 6,5% lager zijn dan vóór de uitbraak van het coronavirus, eind januari dit jaar.

Centrale banken grijpen krachtig in

In tegenstelling tot de financiële crisis van 2008/2009 hebben beleidsmakers deze keer echter snel ingegrepen. Met de opgedane kennis en ervaring, en het besef dat bij deze gezondheids crisis geen onderzoek nodig was naar de schuldvraag, werden in recordtempo steunmaatregelen aangekondigd. Zowel in Japan, Europa als de VS en daarbuiten zijn door overheden inmiddels voor duizenden miljarden aan stimuleringsmaatregelen aangekondigd, variërend van het doorbetalen van lonen tot het verlagen/uitstellen van belastingbetalingen, om de economie aan te jagen.



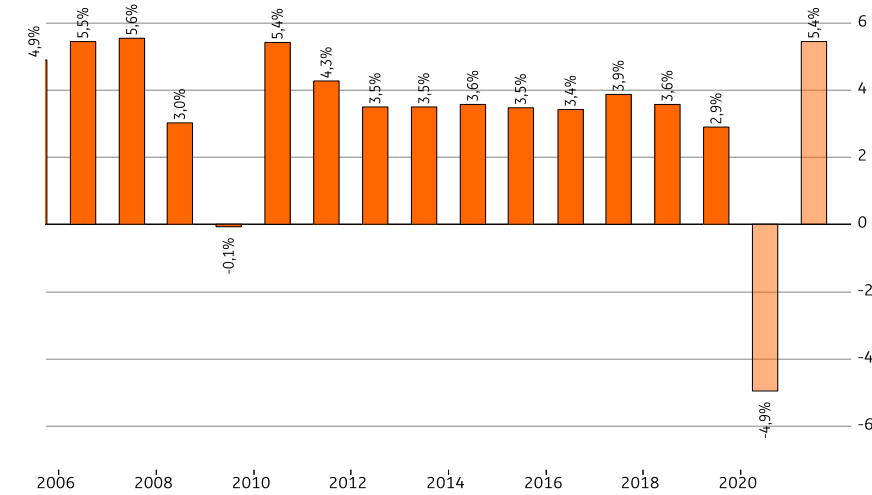
Simon Wiersma is sinds 2009 Investment Manager bij het ING Investment Office. Hij werkte eerder als vermogensbeheerder, portefeuillemanager en beleggingsstrateeg. Simon heeft diverse beleggingsopleidingen afgerond en studeerde Commerciële Economie aan de Hogeschool Alkmaar.

Centrale banken hebben, onder aanvoering van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed), de beleidsrentes in recordtempo verlaagd. Ook zijn obligatie-opkoopprogramma's gestart om de benodigde liquiditeit in het systeem te waarborgen en kapitaalmarktrentes te drukken. Deze 'Quantitative Easing' (QE) programma's zijn groter en uitgebreider dan tijdens de wereldwijde financiële crisis. Op deze manier wordt getracht de schuldenlast voor overheden, bedrijven en consumenten dragelijk te houden. Het resultaat is dat beleidsrentes op of onder de 0% staan, ook wel ZIRP (Zero Interest Rate Policy) genoemd, en kapitaalmarktrentes flink zijn gedaald.

Groeiverwachting IMF voor de wereldeconomie

Wereld BBP

groei in % per jaar, incl. IMF verwachting

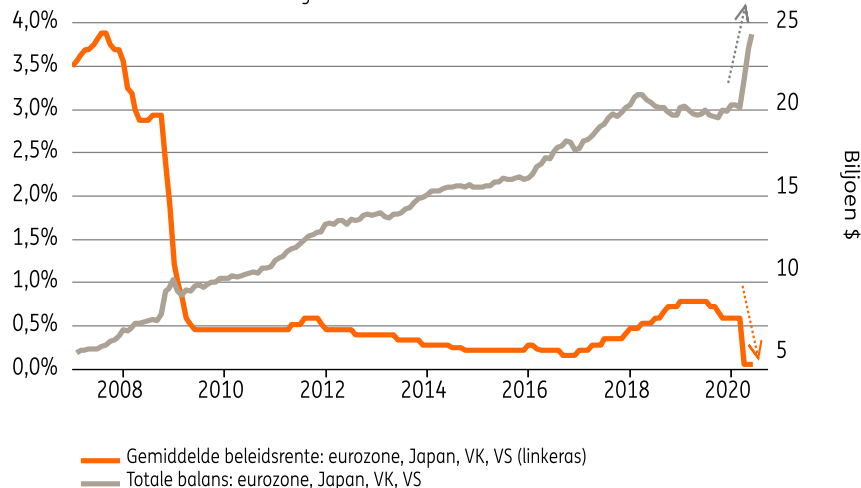


Bron: Refinitiv Datastream, ING Investment Office

Beleidsrentes richting 0, groei centrale-bankbalansen versnelt

Centrale banken

rente- en balansontwikkeling

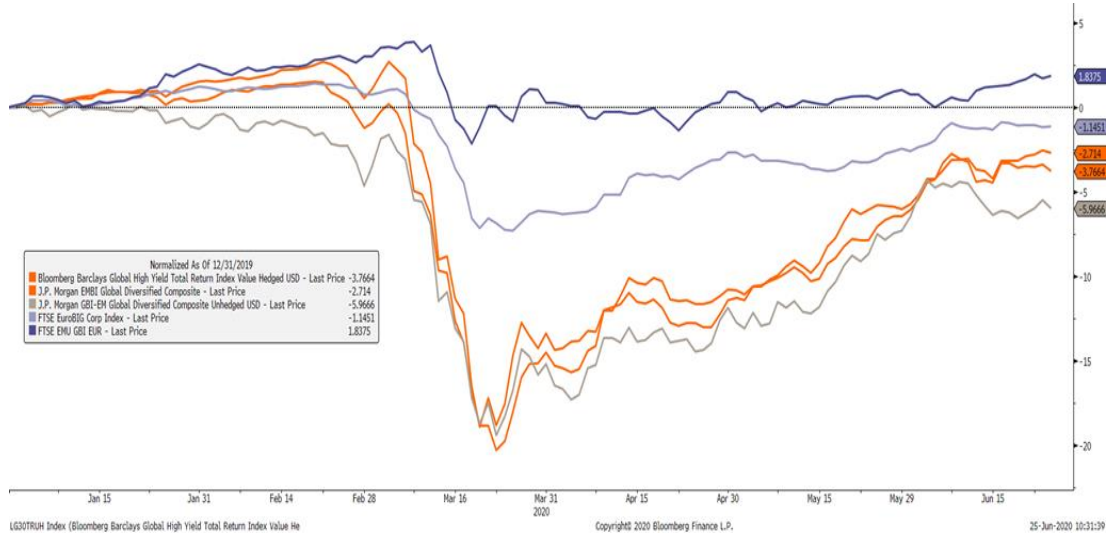


Bron: Refinitiv Datastream, ING Investment Office

Obligatierentes zijn flink gedaald

De rente op de Duitse 10-jarige staatsobligatie, de 'Bund', noteerde eind juni -0,46%, een kwart procent lager dan eind 2019. De Amerikaanse 10-jaarsrente is sindsdien met 1,3% gedaald naar 0,66%. Maar niet alleen de centrale banken zijn verantwoordelijk voor de lage kapitaalmarktrentes. Vanwege de 'vlucht naar veilige havens' heeft een massale kapitaalstroom naar obligaties de rentes op veilig geachte staatsobligaties gedrukt.

Performance vastrentende waarden in 2020

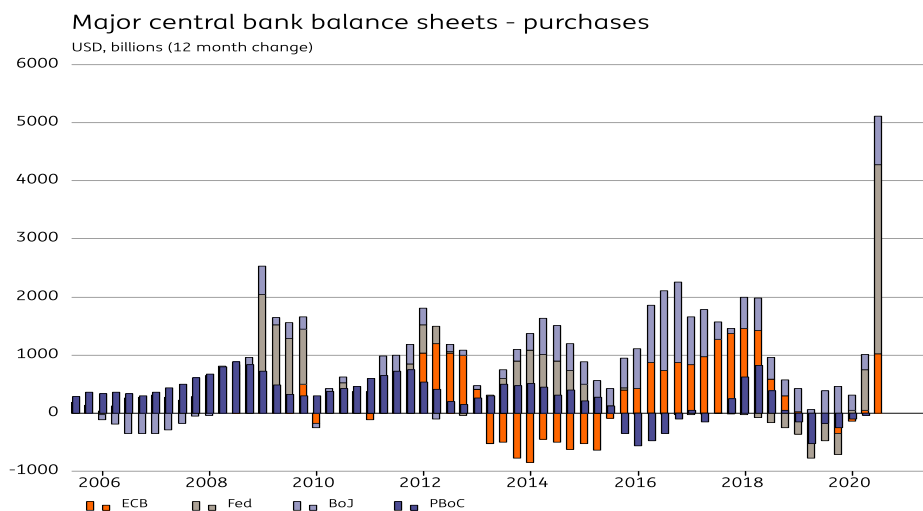


Bron: Bloomberg, ING Investment Office. Data: 1 januari – 25 juni 2020.

Zuidelijke eurolanden leveren positieve bijdrage

De gedaalde rentes hebben de beleggers in de meest veilig geachte staatsobligaties geen windeieren gelegd. De index van staatsobligaties uit de eurozone, de FTSE EMU Government Bond Index, staat als een van de weinige beleggingen dit jaar op een positief rendement van +1,8%. Lagere rentes betekenen immers hogere koersen. Een andere belangrijke bijdrage aan het positieve rendement leveren de dalende rentes van een aantal zuidelijke eurolanden. Zo is de Italiaanse 10-jaarsrente sinds begin dit jaar met 18 basispunten gedaald tot 1,30%, ondanks een sterk oplopend begrotingstekort en staatsschuld als gevolg van de economische impact en steunmaatregelen, in reactie op de coronacrisis die het land zwaar heeft geraakt. Andere risicovollere obligatiecategorieën, zoals obligaties uit opkomende markten ('emerging markets debt', EMD) en hoogrentende bedrijfsobligaties ('high yield bonds', HY) zijn na een scherpe koersdaling weer enigszins hersteld, maar staan nog wel op verlies. Bedrijfsobligaties van goede kwaliteit ('investment-grade credits', IGC) zijn veel minder sterk gedaald en staan nog maar op een klein verlies. Een belangrijke steun voor deze obligatiecategorie zijn de opkoopprogramma's van centrale banken.

Aankopen van de belangrijkste centrale banken (in miljarden US\$)

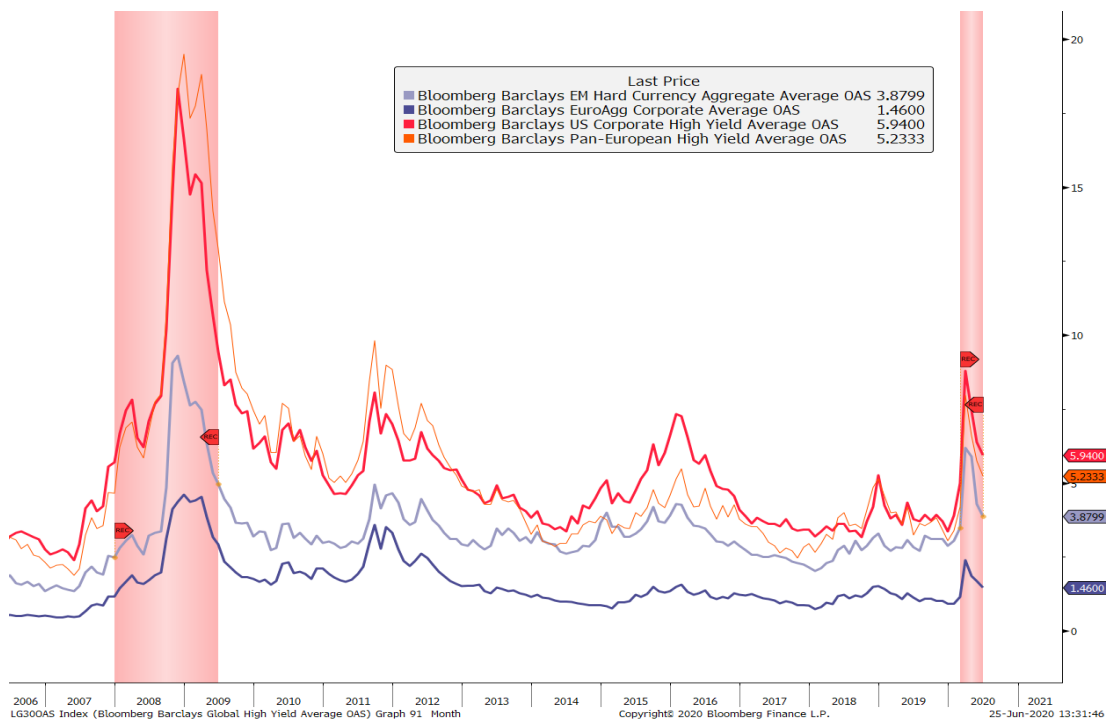


Bron: Refinitiv Datastream, ING Investment Office

Fed koopt nu ook hoogrentende bedrijfsobligaties

De opkoopprogramma's van zowel de Fed als de Europese Centrale Bank (ECB) zijn niet alleen in omvang groter dan ooit, maar ook in samenstelling anders dan we eerder hebben gezien. Behalve dat ze staats- en hypotheekobligaties opkopen, zijn de Fed en de ECB ook actief op de markt voor bedrijfsobligaties. De Fed koopt nu zelfs ook hoogrentende bedrijfsobligaties op. Dat laatste is nieuw en heeft geleid tot een enorme kapitaalstroom richting de meest risicovolle obligatiecategorie. In het kort kun je stellen dat de centrale banken niet alleen de rendementen (door hogere koersen en lagere rentes) op veilige beleggingen (staatsobligaties) hebben gestuwd, maar nog meer die van risicvollere beleggingen waaronder aandelen en hoogrentende obligaties.

Risicopremies (spreads) op investment grade credits, high yield en EMD HC



Bron: Bloomberg, ING Investment Office

Spreads slechts kortstondig opgelopen

Het ingrijpen van de centrale banken op de financiële markten is misschien nog wel het best zichtbaar in de risicopremies ('spreads') op de verschillende obligatiecategorieën. Zoals uit bovenstaande grafiek blijkt, zijn de spreads slechts kortstondig scherp opgelopen om vervolgens weer bijna net zo snel te dalen. Wat opvalt, is dat de spreads ver onder de recordniveaus van 2008 zijn gebleven terwijl de verwachte recessie voor dit jaar veel groter is dan toen (zie grafiek 1). Door de ongekend grote steunmaatregelen van overheden en centrale banken zijn de financiële condities sterk verbeterd. Bedrijven en consumenten kunnen, met hulp van overheden en centrale banken, nog steeds aan hun verplichtingen voldoen. Een grote golf van faillissementen en wanbetalingen is vooralsnog uitgebleven en overheden en bedrijven hebben in recordtempo nieuw schuld papier kunnen uitgeven.

Beleidsrentes blijven nog lange tijd laag...

Wat kunnen we voor rentes verwachten? In de basis is rente een vergoeding voor toekomstige (verwachte) inflatie plus een risicopremie, en wordt de prijs van een obligatie bepaald door vraag en aanbod. In een wereld die gekenmerkt wordt door lage groei (recessie) en lage inflatie(verwachtingen) verwachten we dat de beleidsrentes van centrale banken nog lang laag blijven. Voor de beleidsrentes van de ECB (refi-rente 0%, depositorente -0,5%) en de Fed (federal funds target rate, 0%-0,25%) verwachten we tot eind volgend jaar geen wijzigingen. Evenmin verwachten we wijzigingen in de beleidsrentes van de centrale banken van het Verenigd Koninkrijk, Japan en China. Op dit moment achten we de horde voor de Bank of England en de Fed te hoog om de beleidsrentes negatief te maken.

... net als de kapitaalmarktrentes

Dan de kapitaalmarktrente. Zolang de werkloosheid als gevolg van de coronacrisis hoog blijft, is er weinig reden om opwaartse druk op de inflatie te verwachten. We verwachten dan ook dat kapitaalmarktrentes nog lang laag zullen blijven. De-globalisering zou tot enige prijsdruk op bepaalde goederen kunnen leiden, maar niet tot een significante stijging van het algemene prijspeil. Een tijdelijke verlaging van de btw in Duitsland zou de inflatie daar zelfs even onder nul kunnen duwen. We verwachten dan ook dat er, behalve meer fiscale stimulering, meer monetaire stimulering zal volgen. Het huidige pandemic emergency purchase programme (PEPP) van de ECB van €1.350 miljard zal naar verwachting in de tweede helft van dit jaar worden uitgebreid.

Belangrijk dat ECB geloofwaardigheid behoudt

Al die enorme stimuleringsmaatregelen door overheden leiden tot sterk oplopende staatsschulden. Vaak krijgen we dan ook de vraag of dit houdbaar is en of het niet zal leiden tot sterk oplopende rentes. Het antwoord is kort: zolang de ECB deze staatsschulden blijft opkopen en haar geloofwaardigheid behoudt dat deze schuld ooit wordt terugbetaald, kan dit lang aanhouden. Volgens de huidige afspraken moet die schuld ook worden terugbetaald, omdat monetaire financiering verboden is in de Europese Unie. In Duitsland worden al rechtszaken gevoerd over de wetmatigheid van het handelen van de ECB. Daartegenover staat dat de ECB niet te stellig kan zijn in het ontkennen van monetaire financiering, omdat dan het risico bestaat dat mensen meer gaan sparen om mogelijke toekomstige belastingverhogingen te kunnen betalen. En dat zou de groei en de inflatie verder drukken.

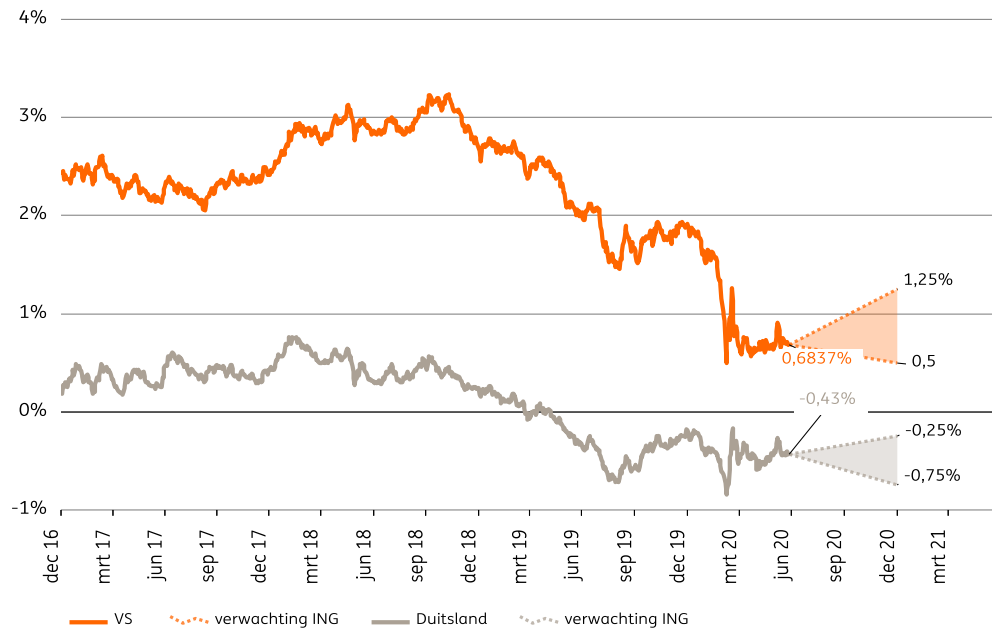
QE is mogelijk zonder hoge inflatie

Die enorme expansie van de balansen van de centrale banken leidt niet per sé tot hogere inflatie en rentes. Dat hebben we immers in de voorgaande twaalf jaar, waarin centrale banken massale opkoopprogramma's (QE) hanteerden, ook niet gezien. De reden voor het uitblijven van de gevreesde sterke stijging van de inflatie als gevolg van QE is vrij eenvoudig. Een groot deel van het door de centrale banken gecreëerde geld is namelijk niet in handen gekomen van het publiek, maar is blijven staan op de balansen van de commerciële banken en niet verder uitgeleend in de vorm van kredieten. De verhouding tussen het gecreëerde geld en het geld dat ook daadwerkelijk in omloop is, is daarom in de afgelopen jaren sterk afgenomen. Verder is de omloopsnelheid van het geld ook afgenomen. Een lagere omloopsnelheid leidt tot minder inflatie. Gezien de lage rentes en lage rendementsverwachtingen op beleggingen is een lage omloopsnelheid goed te verklaren. Er worden veel financiële bezittingen aangehouden om toch enig inkomen uit het vermogen te vergaren. Op dit moment lijkt al het geld dat gecreëerd wordt te blijven hangen in de financiële markten. Daar zien we wel inflatie in de vorm van hogere waarderingen. Japan is het beste voorbeeld van een economie waar de inflatie bijzonder laag is en nauwelijks gestegen ondanks de enorme monetaire stimulering in de afgelopen decennia. Japanners hebben vooral heel veel gespaard en weinig uitgegeven. De opkoopprogramma's van de ECB kunnen dus nog lang aanhouden zonder dat de inflatie de pan uitrijst. Dit betekent niet dat er geen grenzen zijn aan de hoeveelheid obligaties die opgekocht kunnen zonder dat de inflatie stijgt, maar die grens lijkt voorsnog ver weg.

Grote vraag houdt rentes laag

We gaan er dan ook van uit dat de inflatie(verwachtingen) laag blijven en rentes gedrukt zullen worden door de centrale banken. Verder drukt de enorme vraag van beleggers naar veilig geachte staatsobligaties de risicopremie (ook wel 'term premium' genoemd) naar historisch lage niveaus. Ook dit zien we niet snel veranderen. Voor de tweede helft van dit jaar verwachten we dat de Duitse 10-jaarsrente en de Amerikaanse 10-jaarsrente in een bandbreedte zullen bewegen van -0,25% tot -0,75% respectievelijk 0,5% tot 1,25% (zie onderstaande grafiek).

10-jaarsrentes Duitsland, VS en onze verwachting



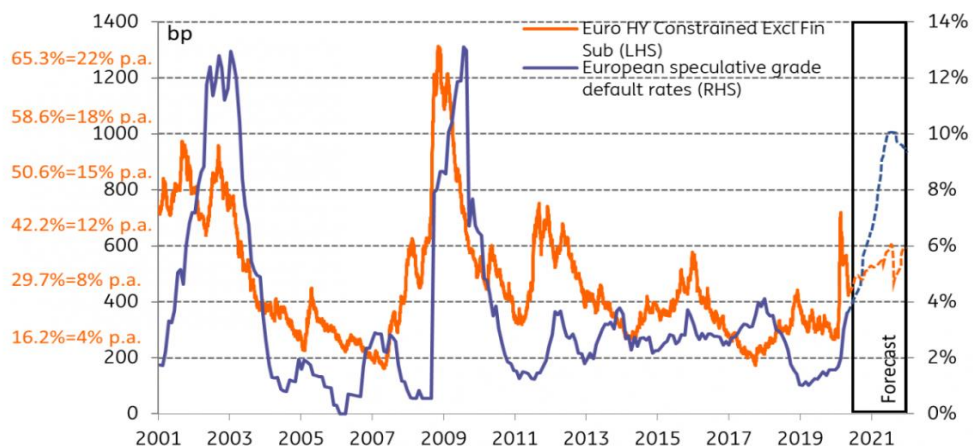
Bron: Refinitiv Datastream, ING Investment Office

Grote stijging van wanbetalingen op high-yieldobligaties verwacht

Zoals eerder gezegd, zijn de spreads op risicovollere obligaties sinds eind maart flink gedaald als gevolg van het ingrijpen door overheden en centrale banken. Maar ook door de heropening van economieën nadat de lockdown-maatregelen zijn versoepeld. Dit betekent echter niet dat er geen economische schade zal volgen voor bijvoorbeeld bedrijven uit de high-yieldsector. In de nasleep van de coronacrisis en de diepste recessie in bijna honderd jaar, zal het aantal bedrijfsfaillissementen oplopen. Kredietbeoordelaars Moody's en Standard & Poor's (S&P) hebben recent hun verwachtingen geactualiseerd. Moody's verwacht voor wereldwijde HY-obligaties de komende twaalf maanden een piek in de 'default rate', oftewel het wanbetalingspercentage, van net iets onder de 10%. In haar basisscenario gaat Moody's ervan uit dat het percentage voor Amerikaanse HY-obligaties volgend jaar februari zal pieken op 12,4% en op 6,4% voor Europese HY-obligaties. S&P verwacht dat het percentage voor Europees HY in maart volgend jaar zal pieken rond de 8,5%. Eind april was dit nog slechts 2,7%. De creditanalisten van ING Research verwachten voor deze obligatiecategorie (Global HY) een faillissementspercentage van tussen de 7% en 10%. Op dit moment is het door de markt ingeprijsde faillissementsrisico echter een stuk lager.

Wanbetalingspercentages op Europese high yield-obligaties

Corporate high yield spreads show implied default rates



Bron: ING, ICE, Moody's

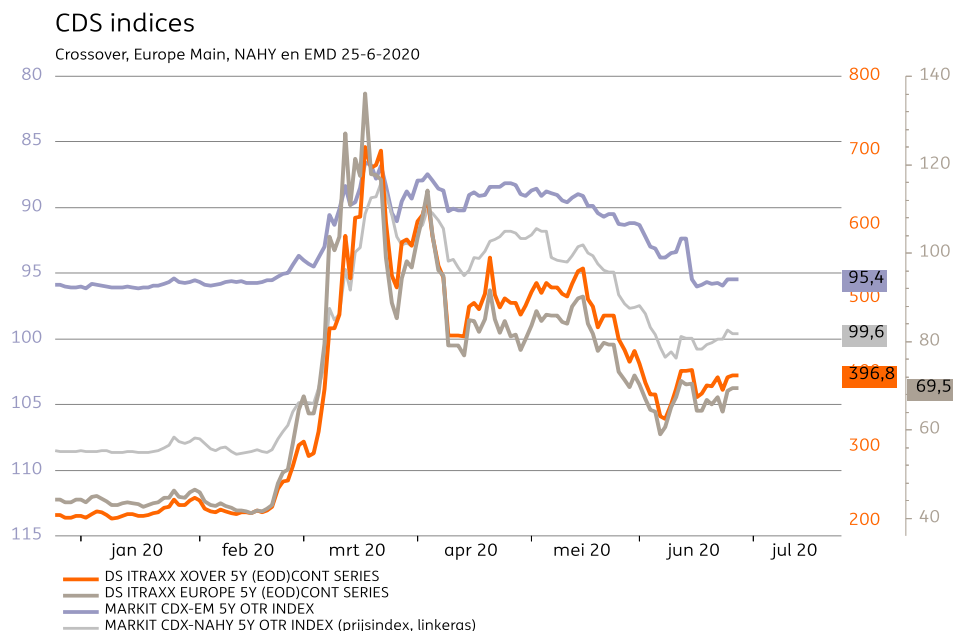
Bedrijven zijn goed gekapitaliseerd

Ondanks de verwachte stijging van het wanbetalingspercentage verwachten we niet dat de spreads in dezelfde mate zullen oplopen. De reden hiervoor is dat de coronacrisis, in tegenstelling tot de wereldwijde financiële crisis van ruim tien jaar geleden, geen systeemcrisis is. De banken en de meeste grote bedrijven zijn over het algemeen goed gekapitaliseerd en hebben, mede door de opkoopprogramma's van de centrale banken, ruime toegang tot de financiële markten om zich te (her)financieren. Zo hebben sinds de start van dit jaar Europese bedrijven met een 'investment grade' kredietrating al voor €261 miljard aan obligaties geplaatst, tegenover €177 miljard in heel 2019. We verwachten dan ook niet dat de wanbetalingspercentages de niveaus van 2008-2009 zullen bereiken.

Verdere daling IGC-spreads verwacht door ECB-programma's

Het ingrijpen van de ECB en de Fed op de obligatiemarkten heeft tot nu toe dus goed uitgepakt. De rentes en risicopremies zijn gedaald, waardoor bedrijven zich gemakkelijk hebben kunnen (her)financieren. Ook beleggers hebben zich massaal gestort op de beleggingscategorieën die door de centrale banken worden gekocht, met hogere koersen en lagere risicopremies tot gevolg. In onderstaande grafiek is dit te zien aan de dalende risicopremies tegen wanbetalingen ('credit default swaps', CDS). Wat opvalt is dat de risicopremie op obligaties uit opkomende markten (EMD) inmiddels alweer is gedaald tot het niveau van voor de pandemie. Bij de andere categorieën is meer dan de helft van de stijging van de risicopremie inmiddels goedgemaakt. Door de grote vraag naar IGC, aangejaagd door de opkoopprogramma's van de ECB en de Fed, verwachten we dat de spreads in deze categorie kunnen dalen tot net boven de niveaus van begin dit jaar. We verwachten dat de ECB met haar huidige opkoopprogramma's (het corporate sector purchase programme, CSPP, en het PEPP) tot ten minste eind juni 2021 voor ongeveer €10 miljard per maand aan investment grade-bedrijfsobligaties zal opkopen. Dit is ongeveer een derde van wat er beschikbaar is om te kopen. Verder verwachten we dat het aanbod in de tweede helft van dit jaar minder groot zal zijn, wat de prijzen op peil zal houden. In combinatie met de lopende programma's, verwachten we dat de ECB (inclusief herinvesteringen) tot eind volgend jaar zo'n €110 miljard per maand aan obligaties zal opkopen. Zoals eerder gezegd, achten we de kans groot dat het PEPP in het vierde kwartaal van dit jaar verder wordt uitgebreid.

Risicopremies tegen wanbetalingen ('credit default swaps') gedaald



EMD herstelt mede dankzij zwakkere dollar

In reactie op de sterke afname van de risicobereidheid onder beleggers, liepen ook de spreads op EMD sterk op vanaf de tweede helft van februari. Maar sinds de laatste week van maart zijn ze weer hersteld. De combinatie van lagere kapitaalmarktrentes in de ontwikkelde markten, de heropening van de Chinese economie en de versoepeling van de lockdown-maatregelen elders in de wereld, leidde tot een nieuwe zoektocht naar rendement ('search for yield'). Door de koersdaling van EMD

was de risico-rendementsverhouding weer aantrekkelijk geworden. Dit werd nog eens versterkt door de renteverlagingen van de Fed waardoor de dollar verzwakte. Een zwakkere dollar is gunstig voor de uitstaande dollarschuld van opkomende markten. Het rendement op obligaties uit opkomende markten in harde valuta (EMD HC) is dit jaar tot nu toe zo'n 3% negatief. Het rendement op obligaties uit opkomende markten in lokale valuta (EMD LC) ligt op het moment van schrijven rond de -6%.

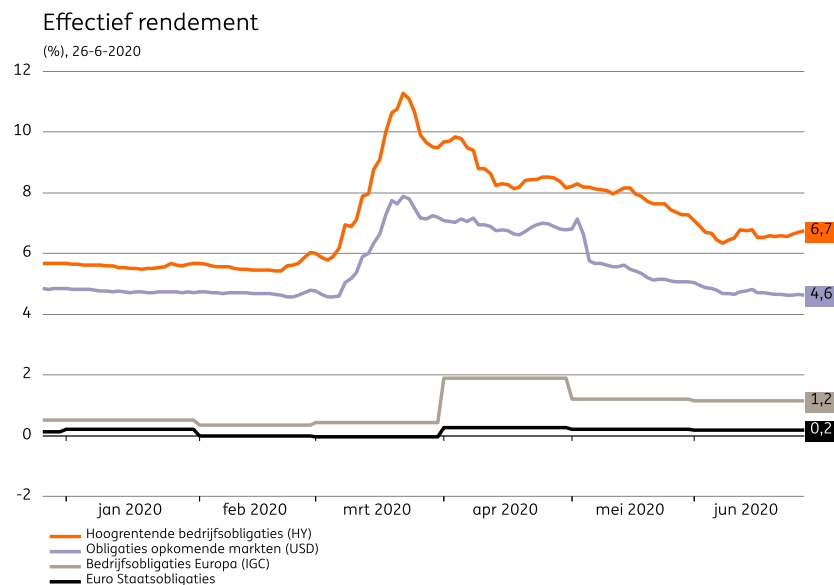
Gespreid beleggen in obligaties...

Het rendement van de obligatiebenchmark, met daarin een mix van bovengenoemde obligatiecategorieën die we hanteren voor onze beleggingsstrategieën, bedroeg per 25 juni -0,2%. Zo zie je maar weer, dat een gespreide belegging in vastrentende waarden een goede bescherming biedt tegen koersdalingen van de meest risicovolle beleggingscategorieën. Ook laat het zien dat belegd blijven in staatsobligaties, ondanks minder aantrekkelijke of soms negatieve rendementsverwachtingen, verstandig kan zijn.

... biedt bescherming in tijden van onzekerheid

Ondanks de lage effectieve rente op (euro-)staatsobligaties blijven we voor een belangrijk deel beleggen in deze obligatiecategorie. Het biedt immers bescherming in periodes van toenemende onzekerheid en volatiliteit. Voor beleggers met een defensiever beleggingsprofiel geldt dat, ongeacht het rendementsperspectief, het behouden van vermogen zwaarder weegt dan het verwachte rendement. Voor die beleggers zijn en blijven 'veilige' staatsobligaties een belangrijk onderdeel van de beleggingsportefeuille. Wel houden we vast aan de onderwogen positie van staatsobligaties binnen het vastrentende deel van onze beleggingsstrategieën. In de eerste helft van dit jaar hebben we de rentegevoeligheid (duratie) iets verhoogd om te profiteren van iets lagere kapitaalmarktrentes. Na de sterke performance in de eerste helft van dit jaar, verwachten we dat het rendement op eurostaatsobligaties in de tweede helft van dit jaar redelijk stabiel blijft. Vanaf het huidige niveau verwachten we namelijk geen sterke rentedaling. Het huidige effectieve rendement is bovendien maar net positief (+0,2%).

Effectief rendement EMD HC, high yield, investment grade credits en euro staatsobligaties



Bron: Refinitiv Datastream, ING Investment Office

We handhaven onze overwogen positie in investment-grade credits

Over IGC blijven we onverminderd enthousiast: we houden vast aan onze overwogen positie. De laag blijvende kapitaalmarktrente en de opkoopprogramma's van de centrale banken bieden voorlopig voldoende steun om de prijzen, ondanks het grote aanbod, op peil te houden. De risicopremie van 1% ten opzichte van staatsobligaties vinden we nog steeds aantrekkelijk, in vergelijking tot het extra risico dat we nemen. Binnen deze categorie beleggen we nog steeds een belangrijk deel in onder andere door hypotheek gedekte obligaties (asset-backed securities, ABS) uit zowel de VS als Europa. Het valutarisico hebben we daarbij afgedekt. Ondanks de coronacrisis verwachten we dat het aantal wanbetalingen op (hypotheek)schulden door consumenten laag kan blijven, dankzij de overheidssteun. Bovendien is de huizenmarkt een stuk sterker dan voor en tijdens de wereldwijde

financiële crisis van 2008-2009. Dit komt mede door de veel strengere regelgeving en voorwaarden bij het verstrekken van hypotheeklen. In de tweede helft van dit jaar verwachten we iets lagere spreads en verwachten we ongeveer de helft van het jaarlijkse effectieve rendement (0,6%) te kunnen boeken.

Neutrale weging EMD en high yield

In april hebben we weging van HY-obligaties verhoogd van onderwogen naar neutraal, ten koste van de weging van EMD, die sindsdien eveneens neutraal zijn gewogen. HY heeft het in maart en begin april relatief slecht gedaan ten opzichte van EMD (vooral die in lokale valuta). Wij vonden dat na de grote verkoopgolf in HY, die mede werd veroorzaakt door de sterke olieprijsdaling, de risico-opslag in de marktrente op wereldwijde HY-obligaties een aantrekkelijke compensatie bood voor het faillissementsrisico. We konden toen nog niet weten dat de Fed twee dagen later bekendmaakte ook HY-obligaties op te gaan kopen. Hiervan heeft het Robeco Global High Yield-fonds dat we hebben opgenomen, flink van kunnen profiteren. HY-spreads zijn sinds april flink afgenomen. We vinden een neutrale weging voor zowel HY als EMD op dit moment het best passend. Tot aan het einde van dit jaar verwachten we dat we het, net als bij IGC, vooral van het effectieve couponrendement moeten hebben. Dit betekent een rendement van rond de 2,5%.

Wij zijn voorzichtig gepositioneerd

Op basis van het geschetste scenario zijn de verwachtingen voor obligatiebeleggers dus niet enorm hooggespannen. Niettemin heeft een gespreide obligatieportefeuille zich in de afgelopen roerige maanden sterk gehouden en zich wederom bewezen als contragewicht binnen een portefeuille met daarin ook risicovollere beleggingen zoals aandelen. Met de aanhoudende onzekerheid rond de ontwikkeling van het coronavirus, het pad van het economisch herstel en de geopolitieke spanningen (o.a. brexit, verkiezingen VS) hanteren we op dit moment een voorzichtige positionering in onze beleggingsstrategieën. We hebben een lichte overweging van vastrentende waarden tegenover een lichte onderweging van aandelen.

Meer weten over onze positionering?

Onze actuele tactische assetallocatie vind je in ons [Maandbericht Beleggen](#).

Meer weten?



Kijk op [ing.nl/beursnieuws](https://www.ing.nl/beursnieuws)

Disclaimer

Deze beleggingsaanbeveling is opgesteld door Simon J. Wiersma, investmentmanager, en is en uitgebracht en voor het eerst verspreid op 3 juli 2020, 13.00 uur door het ING Investment Office, onderdeel van ING Bank N.V. Voor het opstellen van deze beleggingsaanbeveling is gebruik gemaakt van de volgende wezenlijke informatiebronnen: BofA Securities, Goldman Sachs, Bloomberg, CreditSights, UBS, Standard & Poor's, Moody's, Fitch, ING FM, Citi, J.P.Morgan, Thomson Reuters Datastream, Sustainalytics en/of Reuters Metastock. Deze beleggingsaanbeveling is gebaseerd op de volgende waarderingsgrondslagen, methoden en aannames: koers-winstverhouding, koers-boekwaardeverhouding en/of net asset value (NAV). Voor deze beleggingsaanbeveling zijn geen beschermde modellen gebruikt. Een beschrijving van het ING-beleid ten aanzien van informatiebarrières en belangenverstremming kunt u [hier](#) vinden. Tenzij anders vermeld, zal ING Bank N.V. de beleggingsaanbeveling niet actualiseren. Ontwikkelingen die zich na het opstellen van deze beleggingsaanbeveling hebben voorgedaan, kunnen van invloed zijn op de juistheid van de aannames waarop deze beleggingsaanbeveling is gebaseerd. Beleggingsaanbevelingen worden over het algemeen 2 tot 4 keer per jaar herzien. Deze beleggingsaanbeveling behelst geen individueel beleggingsadvies maar slechts een algemene aanbeveling waarop beleggers hun beleggingsbeslissingen mede kunnen baseren en vormt geen uitnodiging tot het aangaan van welke overeenkomst of verbintenis dan ook. Deze beleggingsaanbeveling is gebaseerd op aannames en vormt geen garantie voor een bepaalde ontwikkeling of resultaat. Aan deze beleggingsaanbeveling kunnen geen rechten worden ontleend. Beslissingen op basis van deze beleggingsaanbeveling zijn voor uw eigen rekening en risico. Noch ING Bank N.V. noch ING Groep N.V. noch enige andere rechtspersoon die tot de ING Groep behoort, aanvaardt aansprakelijkheid voor enige schade in welke mate dan ook die voortvloeit uit het gebruik van bovenstaande beleggingsaanbeveling of de daarin opgenomen informatie.

Beleggen brengt risico's en kosten met zich mee. U kunt uw inleg of een deel ervan verliezen. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

ING Bank N.V. is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934, respectievelijk de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, en evenmin in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika (hierna tezamen: 'Amerikaanse beleggingswetgeving'). Deze beleggingsaanbeveling is niet gericht tot en niet bestemd voor 'U.S. Persons' in de zin van de Amerikaanse beleggingswetgeving. Kopieën hiervan mogen niet worden verzonden of worden meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan U.S. Persons.

ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van Autoriteit Financiële Markten AFM. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V.

Alle rechten voorbehouden. Deze beleggingsaanbeveling mag niet worden verveelvoudigd, gekopieerd, gepubliceerd, opgeslagen, aangepast of gebruikt in welke vorm dan ook, online of offline, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van ING Bank N.V. ©2020 ING Bank N.V., Amsterdam.