

## Counterpoint Weekly 17–23 mei 2021

### The Big Long

---

**Daniele Antonucci**

Chief Economist & Macro Strategist

**Jonathan Chitty**

Senior Investment Analyst

**Bill Street**

Group Chief Investment Officer

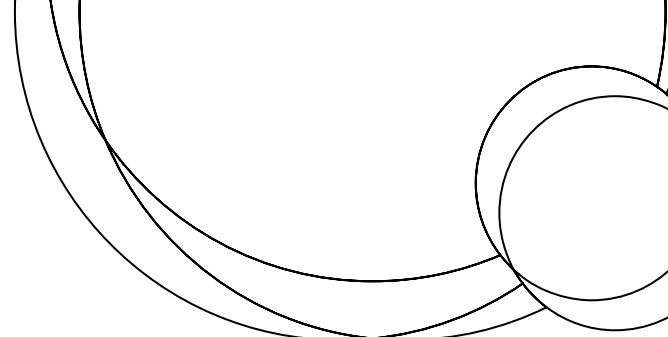
Door de pandemie hebben al eerder bestaande trends die in veel economieën voor veranderingen zorgden, een enorme boost gekregen. Hoewel de macro-impact zeer lastig te kwantificeren is, is het effect van deze verschuivende paradigma's inmiddels wel op sectorniveau zichtbaar.

#### Wat u moet weten

- Er is sprake van een versnelling van drie grote structurele trends, die voor een deel worden aangejaagd door de veranderende gewoonten ten gevolge van Covid-19. In de eerste plaats stijgen de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling (research and development, R&D). In de tweede plaats stijgen de kapitaaluitgaven voor producten waarop intellectuele eigendom berust en, uiteindelijk, de uitgaven voor niet-residentiële fysieke infrastructuur (vaak met een 'groene' kant). In de derde plaats, een snellere verspreiding van innovatie in landen en sectoren.
- Het samenspel tussen deze trends heeft de potentie om in ieder geval een begin te maken met een kentering in de afnemende productiviteit van de afgelopen jaren, met name in de VS, en om wereldwijd de automatisering en digitalisering te versnellen. Deze trends zouden ook de werkgelegenheid op het gebied van niet-routinematige cognitieve functies en taken kunnen blijven aanjagen, voornamelijk in kennisondernemingen.
- Veel van wat er gebeurt, houdt verband met het toenemende belang van immateriële activa. Sommige immateriële activa, zoals software, data R&D en content zijn in de macrostatistieken opgenomen. Voor merknamen, marketing, ontwerpen, organisatorische en financiële innovatie en netwerken is dat niet het geval. Deze zijn met name belangrijk voor de VS, het VK en Noord-Europa.
- De intrinsieke waarde van een asset komt van de verdienkracht van het bedrijf. Waarderingsmethoden waarbij hoofdzakelijk wordt uitgegaan van de bedrijfsrekeningen beschouwen veel immateriële activa als "kosten". Maar als deze immateriële activa toekomstige kasstromen kunnen genereren en deze bedrijven in de ogen van hun klanten zeer waardevol zijn, worden zowel de winst als de boekwaarde mogelijk ondergewaardeerd.

Dit is geen artikel over aandelenselectie. Het gaat ook niet over sectorwaardering. Dit artikel gaat over disruptie. Drie belangrijke trends die al enige tijd gaande zijn, zijn nu aan het versnellen en ze hebben een impact op individuele bedrijven, complete sectoren en voor de wereldwijde economie. Ze houden verband met toenemende uitgaven voor R&D, een toename van de kapitaaluitgaven voor producten waarop intellectuele eigendom berust, immateriële activa en – gezien de plannen van president Biden – niet-residentiële fysieke infrastructuur (met een duurzaam randje) en steeds meer innovatieve manieren van produceren en consumeren.

Wat deze trends gemeen hebben, is dat ze worden aangejaagd door technologische innovatie en, meer in het algemeen, het genereren en verspreiden van nieuwe ideeën. Het meten van de mate van innovatie en van de impact van ideeën is eerder kunst dan wetenschap. Sommige belangrijke macro-variabelen zijn eigenlijk niet waarneembaar. Hebt u ooit wel eens zaken als potentiële output of totale factor productiviteit aangeraakt of gezien? Hoewel kwantificatie op geaggregeerd niveau van bepaalde structurele verschuivingen op micro-of sectorniveau voor beleggers een brug te ver is, is het mogelijk om data en intuïtie toe te passen om deze trends identificeren, naarmate ze economieën en markten opnieuw vormgeven.



**Figuur 1: Drie belangrijke structurele trends**

Veel sectoren worden getransformeerd door technologische innovatie en, meer in het algemeen, de ontwikkeling en verspreiding van nieuwe ideeën



**R&D trekt aan**

De uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in technologie, geneeskunde en genetica nemen zowel in de private als de publieke sector toe, wat tot baanbrekende ontdekkingen leidt



**Kapitaaluitgaven nemen toe**

Investerings in intellectueel eigendom nemen toe en fiscale stimuleringsmaatregelen zouden de investeringen in fysieke structuren moeten aanjagen, automatisering wordt sneller ingevoerd



**Innovatie wordt sneller verspreid**

Digitalisering en immateriële activa verspreiden zich over steeds meer sectoren en veranderen de wijze waarop goederen en diensten worden geproduceerd en geconsumeerd

Bron: Quintet

De uitgaven voor R&D als aandeel van het BBP nemen sinds halverwege de jaren '90 toe, hoofdzakelijk ten gevolge van de groeiende rol van de private sector

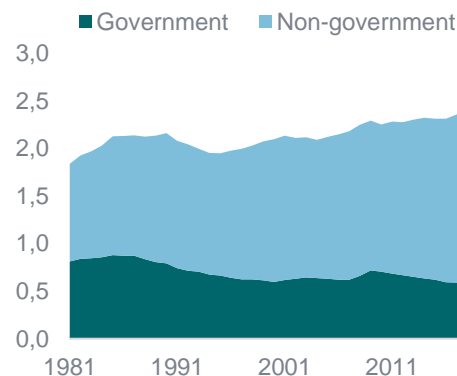
**Trend #1 | R&D trekt aan**

De uitgaven voor R&D als aandeel van het bbp nemen sinds halverwege de jaren '90 toe, hoofdzakelijk ten gevolge van de groeiende rol van de private sector. Recenter, minder vergelijkbare informatie wijst op een verder aantrekken van de uitgaven in de private sector. Nieuw is dat de publieke uitgaven voor R&D die jarenlang zijn gedaald, in veel landen nu tekenen van stabilisering vertonen.

Het succes van de 'messenger RNA' achter de vaccins van Pfizer-BioNTech en Moderna en van de behandelingen op basis van anti-lichamen, toont aan dat de wetenschap de geneeskunde en genetica blijft transformeren. Kunstmatige intelligentie is op een aantal veelbelovende gebieden eindelijk forse vooruitgang aan het boeken, van het voorspellen van de vormen van proteïnes tot natuurlijke-taalherkenning en zelfrijdende voertuigen.

**Figuur 2: Overheids- en particuliere uitgaven voor R&D in OESO-landen (% bbp)**

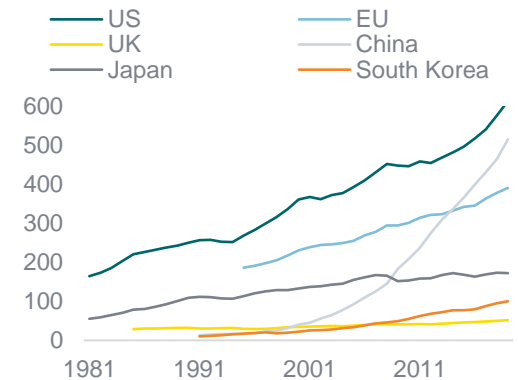
Uitgaven voor R&D versnellen, een verdere toename in de private sector en enige mate van stabilisering in de publieke sector



Bron: Quintet, OECD

**Figuur 3: Uitgaven voor R&D (USD miljard, constante prijzen en koopkrachtpariteit)**

De VS blijft het land met de hoogste uitgaven voor R&D, maar China is snel aan het inlopen



Bron: Quintet, OECD

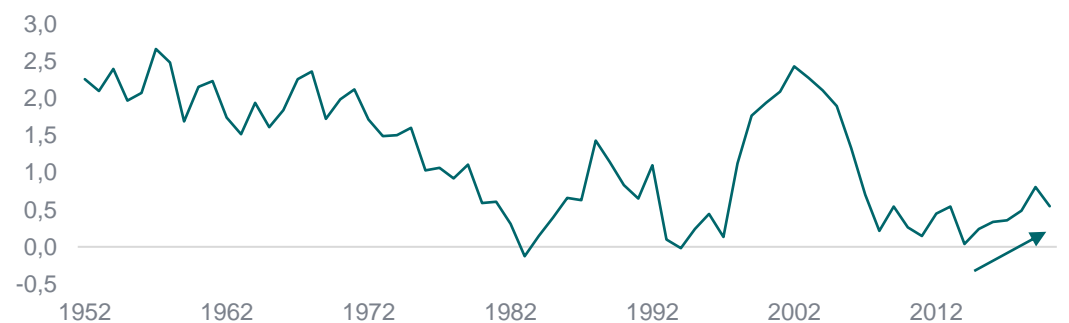
Een zienswijze is dat het tijdperk van "baanbrekende uitvindingen" als de interne verbrandingsmotor, elektrificatie, sanitair en afvoorzorgingen en dergelijke achter ons ligt. Ontwikkelingen hierna zullen eerder stapsgewijs plaatsvinden; de overgang van de interne

Niet alleen in fabrieken wordt steeds meer robotica toegepast, maar ook in magazijnen. Wereldwijde bestellingen van Japanse industriële robots nemen explosief toe, China is nu de grootste afzetmarkt

verbrandingsmotor naar elektrische aandrijving is van een andere orde van grootte dan de overgang van het paard naar de auto. Volgens ons vormt deze zienswijze geen goede verklaring voor productiviteitstrends. Het is waar dat de totale groei en productiviteit al enige tijd bij de R&D-uitgaven achterblijven. Het is echter ook waar dat toenemende R&D-uitgaven in de jaren '80 en '90 samenvielen met een versnellende productiviteit. De enige uitzondering is het afgelopen decennium, dat gekenmerkt werd door meerdere crises. Niettemin is er de afgelopen vijf jaar gemiddeld sprake van een opwaartse trend.

**Figuur 4: Totale factorproductiviteit VS (% , j/j)**

De productiviteit lijkt te zijn gestabiliseerd en lijkt inmiddels weer te stijgen



Bron: Quintet, Federal Reserve Bank of San Francisco (totale factorproductiviteit is het aandeel van de outputgroei die niet kan worden verklaard door de hoeveelheid input bij de productie)

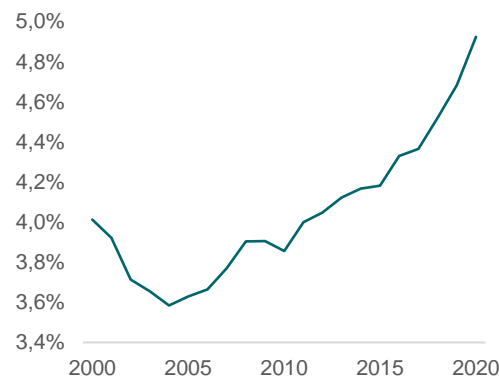
#### Trend #2 | kapitaaluitgaven nemen toe

In de VS bedragen de investeringen in producten waarop intellectuele eigendom berust circa 5% van het bbp. De investeringen in software als deel van de totale economie zijn in de afgelopen 12 jaar bijna verdubbeld. De investeringen in computers en randapparatuur hebben onlangs een nieuw record bereikt. Hierdoor bereiken de niet-residentiele investeringen nieuwe hoogtes, wat des te indrukwekkender is nu de investeringen in structuren als winkelcentra, commercieel vastgoed, hotels, ziekenhuizen en luchthavens al geruime tijd aan het afnemen is. Belangrijk hierbij is echter dat, dankzij het Amerikaanse werkgelegenheidsplan van President Joe Biden ter waarde van USD 2,3 biljoen, de investeringen in structuren zelfs nog zullen toenemen. Hoewel niet duidelijk is bij hoeveel projecten de bouw meteen kan beginnen, zal volgens ons in de loop der tijd het investeringsmomentum moeten aantrekken.

Door de pandemie is onze benadering van digitale technologie, hoe groot het kan worden en hoe snel het kan worden ingevoerd, veranderd

**Figuur 5: Private investeringen in producten waarop intellectuele eigendom berust (% bbp)**

Immateriële activa vormen een steeds groter deel van de economie



Bron: Quintet, US Bureau of Economic Analysis

**Figuur 6: Private investeringen in niet-residentiële structuren (% bbp)**

Het economisch beleid van Biden zou de fysieke kapitaaluitgaven moeten stimuleren

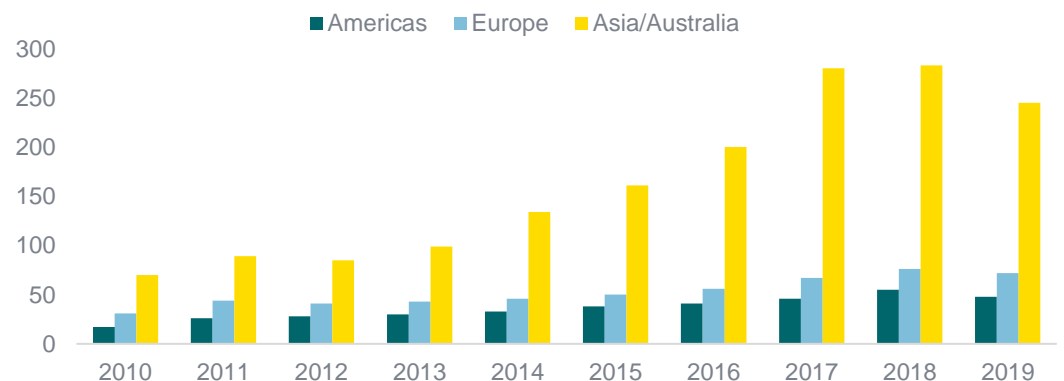


Bron: Quintet, US Bureau of Economic Analysis

Deze grotere kapitaalaccumulatie, zowel fysiek als digitaal, zal de industriële automatisering nog verder aanjagen. Niet alleen in fabrieken wordt steeds meer robotica toegepast, maar ook in magazijnen. Wereldwijde bestellingen van Japanse industriële robots nemen explosief toe, China is nu de grootste afzetmarkt. Hoewel de meeste datasets van voor de pandemie dateren, waardoor de cijfers over 2020 waarschijnlijk zijn vervormd, is de langetermijntrend er een waarin robots gedeeltelijk of volledig betrokken zijn bij vrijwel alles dat wordt geproduceerd en geconsumeerd. De pandemie heeft een aantal al eerder bestaande trends versneld, variërend van werknemers die via videoverbindingen met elkaar in verbinding staan en consumenten die overgaan op online-winkelen tot de invoering van digitale betalingen, medische consults op afstand, "internet of things" en de deel- en circulaire economie.

**Figuur 7: Industriële-robotinstallaties (in duizenden)**

Meer robots dan ooit zullen de productiviteitsgroei stimuleren



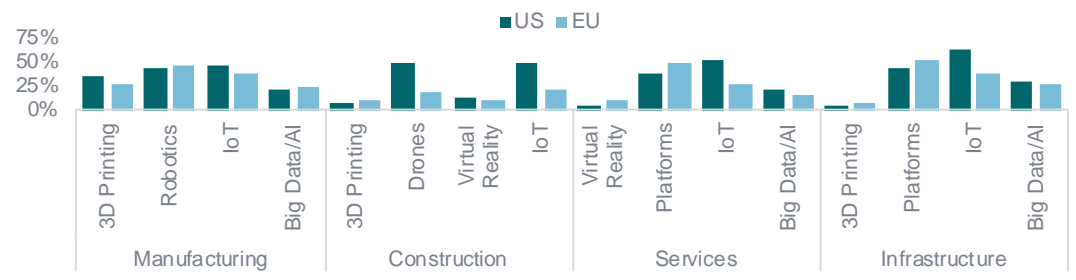
Bron: Quintet, International Federation of Robotics

### Trend #3 | Innovatie wordt sneller verspreid

De digitale economie breidt zich steeds verder uit, van e-commerce en digitale diensten tot computerhardware en -software, allemaal aangejaagd door de toegenomen connectiviteit. Wereldwijd blijft het aantal internetaansluitingen toenemen en hebben meer mensen toegang tot smartphones dan ooit tevoren. Door de pandemie is onze benadering van digitale technologie, hoe groot het kan worden en hoe snel het kan worden ingevoerd, veranderd. De groei van de digitale

economie betekent dat consumenten wereldwijd toegang hebben tot banen, goederen, diensten, onderwijs, gezondheidszorg, entertainment en meer – ongeacht waar ze zich bevinden. Een aantal technologieën, van 3D-printen en robotica tot het 'internet of things' en big data/artificial intelligence worden in uiteenlopende regio's en sectoren ingevoerd.

**Figuur 8: Invoering van digitale technologieën (% bedrijven)**  
Digitalisering verspreidt zich in de meeste sectoren van de economie

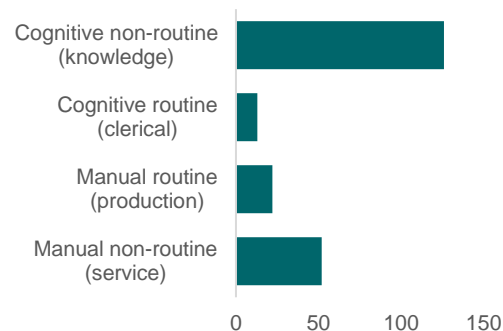


Bron: Quintet, European Investment Bank

Het lijkt erop dat door snellere invoering van digitale technologieën de werkgelegenheid toeneemt, vooral voor werknemers met cognitieve niet-routinematige taken, zoals medewerkers van kennisbedrijven. De werkgelegenheids groei lijkt redelijk voor handmatige, niet-routinematige banen in de dienstensector. En de groei is langzaam voor werknemers in routinematige productieactiviteiten en administratieve activiteiten, omdat deze banen worden geautomatiseerd. Schattingen wijzen op een verschuiving van een wereld waarin fabrieken, machines en uitrustingen het belangrijkste zijn, naar een wereld waarin het in grote mate om immateriële activa als ideeën, informatie en merken draait. De nationale rekeningen (op basis waarvan het bbp wordt berekend) onderschatten de waarde van deze activa, die vooral in de VS, het VK en sommige Noord-Europese landen belangrijk zijn, maar ook in enkele belangrijke opkomende markten.

**Figuur 9: Groei werkgelegenheid VS (%), 1983–2021)**

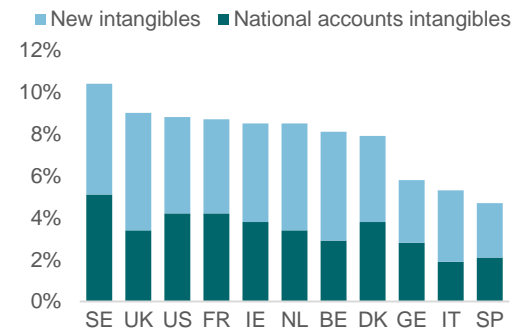
Niet-routinematige kennisgebaseerde werkgelegenheid neemt snel toe in de VS en is goed voor het leeuwendeel van de nieuw gecreëerde banen.



Bron: Quintet, US Federal Reserve

**Figuur 10: Investerings in immateriële activa (% bbp)**

Immateriële activa vormen een groter deel van de economie dan nationale statistieken uitwijzen, met name in de VS, het VK en Noord-Europa



Bron: Quintet, European Investment Bank

De koers van een aandeel stijgt en daalt afhankelijk van hebzucht en angst. De intrinsieke waarde ervan komt van de verdienkracht van het bedrijf

### Paradigmaverschuivingen in meerdere sectoren

Wat zijn immateriële activa en hoe moeten beleggers dit benaderen? Twee punten zijn hierbij van belang. In de eerste plaats zijn immateriële activa meer dan alleen digitalisering en technologie. Daar gaat het ook om, maar waar het daadwerkelijk om gaat is intellectuele eigendom, netwerken, ontwerpen, marketing en reclame, relaties en veel andere zaken die niet in de officiële statistieken zijn opgenomen. Dit komt omdat statistici eenvoudigweg niet weten hoe je een groot aantal van deze aspecten op accurate wijze kan schatten, dus nemen ze deze niet op. Figuur 11 is een weergave van een classificatie door de Europese Investeringsbank, samen met wat in de macrostatistieken is opgenomen en wat niet. De variatie in de veronderstelde kapitaliserings- en afschrijvingspercentages weerspiegelen de unieke aard van elk type investering in immateriële activa. Reclame heeft bijvoorbeeld een kortere levensduur dan software.

**Figuur 11: Classificatie investeringen in immateriële activa**

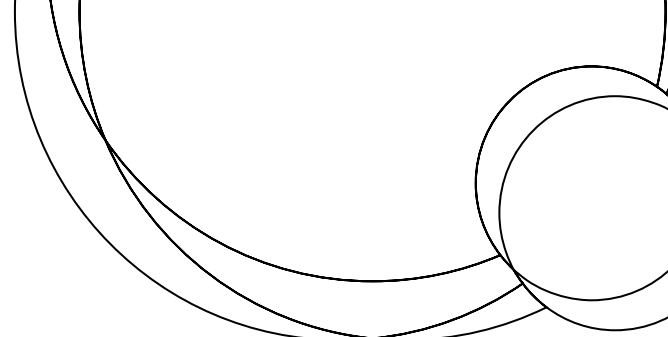
Een groot aantal soorten immateriële activa is niet in nationale rekeningen opgenomen

Soort immateriële activa	Opgenomen in nationale rekeningen?	Kapitalisatiefactor	Afschrijvingspercentage
<b>Gecomputeriseerde informatie</b>			
Aangeschafte software	Ja	1	0,3
Bedrijfseigen software	Ja	1	0,3
Databases	Ja	1	0,3
<b>Innovatief eigendom</b>			
R&D	Ja	1	0,2
Design	Nee	0,5	0,2
Exploratie van mineralen	Ja	1	0,1
Financiële innovatie	Nee	1	0,2
Artistieke originelen	Ja	Variabel	Variabel
<b>Economische competenties</b>			
Reclame	Nee	0,6	0,6
Marketingonderzoek	Nee	0,6	0,6
Bedrijfseigen organisatorisch kapitaal	Nee	1	0,4
Aangeschaft organisatorisch kapitaal	Nee	0,8	0,4
Training	Nee	1	0,4

Bron: Quintet, European Investment Bank

Het tweede punt is veel omvattender. De belangrijkste structurele trends die in dit verslag worden besproken wijzen erop dat in de huidige diensteneconomie de waarde van bedrijven niet wordt bepaald door de fysieke activa die ze in bezit hebben. De waarde zit steeds vaker in immateriële activa: activa die u niet kunt zien of aanraken, maar met een enorme waarde omdat ze een bedrijf uniek maken. Neem bijvoorbeeld een smartphone. De waarde zit vooral in de software en de multimediatoepassingen, en niet in de productie ervan, omdat dit wordt gedaan door onderaannemers die componenten samenvoegen die wereldwijd door externe leveranciers worden geproduceerd. Doordat beleggers voortdurend de prijs van een actief ten opzichte van de intrinsieke waarde opnieuw beoordelen, zijn markten volatiel. De koers van een aandeel stijgt en daalt afhankelijk van hebzucht en angst van het moment. De intrinsieke waarde van een aandeel komt van de verdienkracht van het bedrijf.

Bij deze benadering wordt hoofdzakelijk uitgegaan van de bedrijfsrekeningen: de waardering is gebaseerd op een waarderingsratio van toekomstige winst en de boekwaarde van de activa van het bedrijf. Uiteraard zijn winsten inkomsten min kosten. Als een substantieel deel van de kosten geen lopende kosten zijn als stroom of huur, maar uitgaven voor immateriële activa die voor toekomstige kasstromen zorgen (zoals reclame of R&D), dan kunnen de winst en de boekwaarde mogelijk allebei te laag worden ingeschat. Immateriële activa kunnen herhaaldelijk worden gebruikt en worden vaak gekenmerkt door netwerkeffecten: hoe meer mensen gebruik maken van de diensten



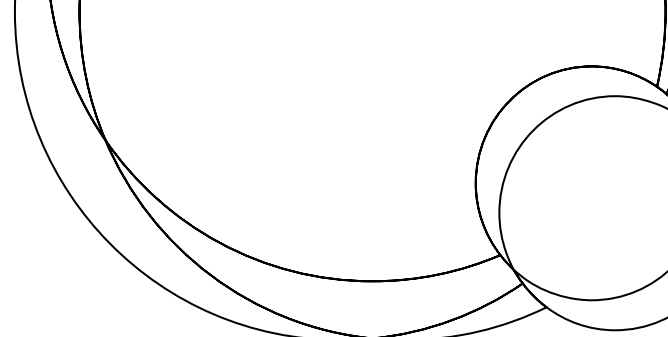
van een bedrijf, hoe nuttiger en goedkoper ze worden voor andere klanten. Dit is de reden waarom sectoren gedomineerd worden door een klein aantal grote spelers.

Maar immateriële activa genereren over het algemeen meer synergie dan materiële activa: door toenemende schaalvoordelen blijft een snelgroeiend bedrijf vaak verder groeien, naarmate de waarde van ideeën toeneemt doordat ze met elkaar worden gecombineerd. Figuur 12 geeft weer hoe de manier waarop dingen worden gedaan (het 'paradigma') in sectoren verandert. Dit heeft in de eerste plaats en hoofdzakelijk te maken met technologische innovatie, maar het concept is ruimer en heeft te maken met het toenemende gewicht van immateriële activa, een ruimere toepassing van digitalisering en automatisering en organisatorische innovatie. Hoewel het vrij lastig is om een economiebrede boost van de productiviteit, inflatie en 'evenwicht' rente te berekenen, zijn de mogelijkheden die hierdoor op sector- en bedrijfsniveau ontstaan, duidelijker

**Figuur 12: Innovatieve manieren om dingen te doen**

In een groot aantal sectoren zijn de paradigma's aan het verschuiven

Sector	Oud paradigma	Nieuw paradigma
<b>Basisconsumptiegoederen</b>	Grote merken die worden aangejaagd door massale marketingcampagnes via traditionele media (zoals televisie en radio)  Traditionele producten met slechts enkele kleine innovaties  Sterke gerichtheid op efficiëntie	Meer niche-merken die profiteren van gericht adverteren op meer specifieke groepen consumenten, verbeteringen in de toeleveringsketen  Nieuwe categorieën producten aangejaagd door gezondere levensstijlen (biologisch, vers, glutenvrij, vegetarisch, minder suiker/calorieën en vitamines)  Bovenop de efficiëntie komt de nadruk op duurzaamheid van de producten en de verpakking en recycling
<b>Duurzame consumptiegoederen</b>	Fysieke retail en groothandel  Marketingcampagne via televisie, tijdschriften en sponsoring	Rechtstreekse verkoop aan klanten, met inbegrip van e-commerce, investeren in digitalisering  Nieuwe marketing via sociale media en gebruik van influencers
<b>Informatietechnologie</b>	Gegeneraliseerde chip-architectuur voor desktops, servers en mobiele apparaten. In licentie gegeven software verspreid via retailers en OEM's (Original Equipment Manufacturers), data plaatselijk opgeslagen	In toenemende mate gespecialiseerde chip-architectuur ontwikkeld om specifieke vormen van dataverwerking te versnellen ('big data', inference en AI)  Verwijdering van retailers en OEM's uit de distributieketen, overgang naar 'software-as-a-service' (SaaS), data wordt opgeslagen en verwerkt in de cloud
<b>Financials</b>	Voor distributie is fysieke aanwezigheid noodzakelijk	Technologie maakt nieuwe vormen van distributie en betaling mogelijk
<b>Communicatiediensten</b>	Traditionele massamedia	'Winner-takes-all' tech platforms, waarbij netwerkeffecten voor hoge toetredingsbarrières zorgen
<b>Gezondheidszorg</b>	Massamarkt voor 'blockbuster' geneesmiddelen	Overgang naar meer gespecialiseerde, individuele therapieën dankzij vooruitgang op het gebied van medische technologie
<b>Industrials</b>	Fabrieken  Meer conglomeraten	Automatisering en AI  Gericht op specialisatie en een outsourcing-trend van minder belangrijke items voor grotere efficiëntie
<b>Materialen/energie</b>	Nadruk op winning van fossiele brandstoffen	Een overgang naar hernieuwbare energie en efficiënte manieren om energie op te slaan. Winning van verschillende grondstoffen in overeenstemming met elektrificatie en schone



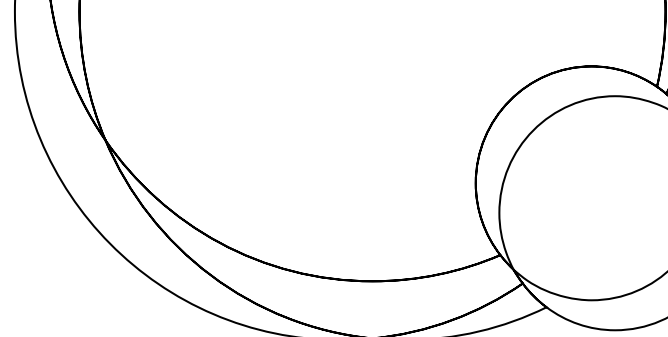
energie (zoals koper, kobalt en lithium).  
Waterstof wordt naar verwachting steeds  
belangrijker

<b>Nutsbedrijven</b>	Op fossiele brandstoffen gebaseerd	Hernieuwbare energie, toenemende regelgeving, politieke en maatschappelijke druk voor schone energie, emissiehandel is een instrument voor milieubeleid gericht op het verlagen van vervuilende emissies tegen de laagst mogelijke economische kosten en de belangrijkste aanjager voor het afstappen van fossiele brandstoffen
<b>Vastgoed</b>	Fysieke retail	Logistiek, e-commerce, woningtekort, toenemende vraag naar woningen in steden, immigratie naar geïndustrialiseerde landen, groei eenpersoonshuishoudens leidt tot veranderende vraag op de woningmarkt, strengere bouwvoorschriften om het milieu te beschermen, toenemende bouwkosten en dus woonkosten in het algemeen. Toenemende vraag naar beleggingskansen door beleggingsfondsen

---

Bron: Quintet





## Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

### Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar [www.quintet.com](http://www.quintet.com) voor meer informatie.

### Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

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

### Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

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

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (17 mei 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.