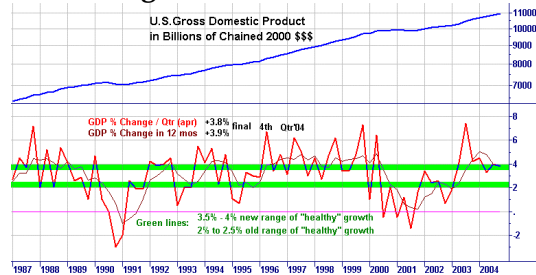


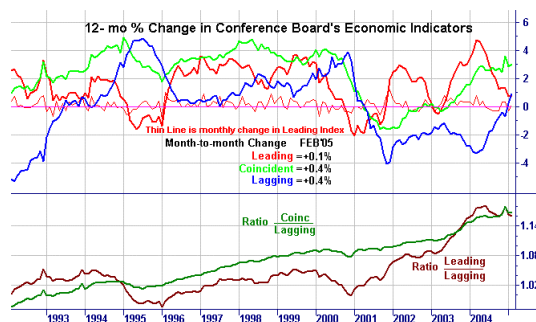
**Economie, valuta en rentes.**

Waar de beurzen het vorige jaar op vooruit liepen, werd bewaarheid in de achteraf gepubliceerde **groei** en winstcijfers. Europa en Japan lieten gematigde groei zien in het laatste kwartaal van 2004, terwijl de VS een redelijke groei liet zien (3.8%). Ondanks de beperkende maatregelen van de Chinese overheid is de groei aldaar robuust en hoog gebleven (8% plus). De meningen over de toekomstige groeitempo's zijn verdeeld. Wel kan worden vastgesteld dat de tempi gematigd zullen worden door de **hoge olieprijs** en de gestage renteverhogingen in de VS. De reële groei kan ook wat onder druk komen door de ietwat **toegenomen inflatie**.



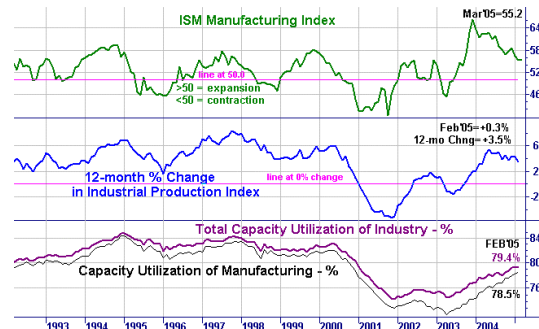
Grafiek: Amerikaans BNP, Bron: Fed.

Wij verwachten dan ook aan de hand van de huidige economische indicatoren geen significante wijzigingen in het huidige macro-economische beeld voor 2005 ten opzichte van 2004.



Grafiek: Economic indicators, Bron: Conference Board.

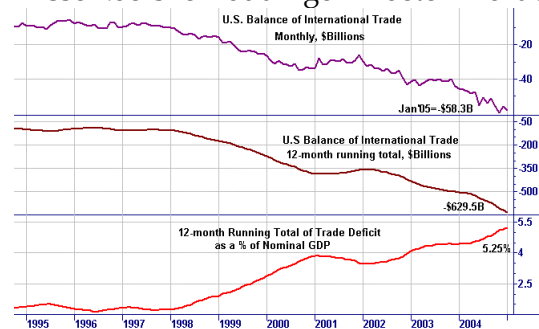
Wel blijft de **industriële productie** in de VS op een hoog niveau en neemt deze in de EU toe.



Grafiek: ism, ip en bezettingsgraad, bron Fed.

De **werkgelegenheid** in de VS en in de EU lijkt structureel te verbeteren. Negatieve aspecten zijn de recent **toegenomen productie voorraden** en de slechte **“pricing power”** van bedrijven. Deze kunnen de hogere productiekosten door toedoen van de gestegen grondstoffenprijzen niet makkelijk door berekenen aan de consument.

De **Amerikaanse Dollar** blijft een bron van zorgen voor de sceptici die in de zwakte ervan aanleiding zien de huidige globale financiële balansen te herzien. De tekorten op de lopende rekening en begroting in de VS zouden de grondslag voor de verder verslechterende wisselkoersverhoudingen moeten worden.

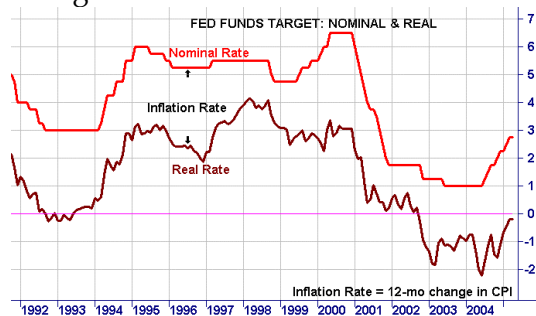


Grafiek; US balance of trade, Bron: Fed.

Het feit dat China en Japan het leeuwendeel van deze tekorten financieren kan een gevaar opleveren als deze landen besluiten dit niet meer te doen. Het is aannemelijk dat zij dit uitsluitend op basis van economische motieven zullen doen, zoals een ander economisch beleid in China of fors hogere rendementen op Japans Staatspapier. Vooralsnog is dit niet aan de orde en zal de huidige zwakte van de Dollar naar alle waarschijnlijkheid de Amerikaanse exportpositie verbeteren,

waarbij de productie zal stijgen, de tekorten zullen afnemen en uiteindelijk de renteverhogingen weer voor een hogere dollar kunnen zorgen.

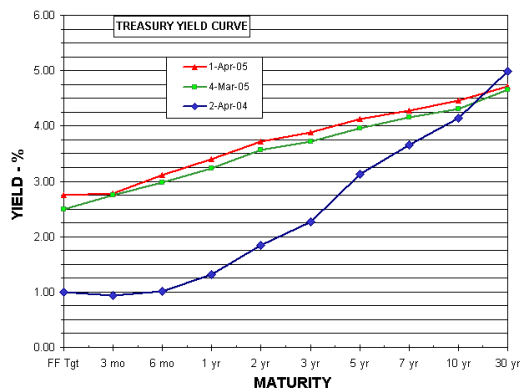
Zoals vermeld heeft de Federale bank van de Verenigde Staten haar **rente** stapsgewijs verhoogd, en wij verwachten dat dit in een gematigd tempo zal blijven doorgaan.



Grafiek: nominale en reële rente in de VS, Bron: Fed.

Aan het einde van 2005 verwachten wij ook stijgende rentes in de Eurozone.

De kapitaalmarkt loopt hier alvast op vooruit. De rente curve is namelijk ook al vlakker aan het worden.



Dit is duidelijk het geval in de Verenigde Staten, maar wij verwachten dat dit ook in de Eurozone zal geschieden. In het Verenigde Koninkrijk is de **rente curve** zelfs "invers". Dat wil zeggen dat de lange rente lager is dan de korte rente.

Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de grote vraag naar langlopende leningen van pensioenfondsen om aan haar verplichtingen te voldoen. De klassieke economische leer impliceert dat er naar aanleiding hiervan ook een **conjuncturele omslag** plaats zal (kan) vinden.

Onder het hoofdstuk obligaties treft u grafieken aan die tonen dat het rendement op obligaties thans aan het afvlakken is en dat de 10 jaars Euro rente trendmatig lijkt te gaan stijgen.

Door jaren van saneringen en ontslagen zijn bedrijven "lean and mean" geworden. **Winsten** zijn dan ook grosso modo bij gelijkblijvende omzet aanzienlijk gestegen. Het herstel van de winsten zal in de toekomst door nieuwe investeringen en hogere omzet gedragen moeten worden want men kan niet eeuwig blijven saneren. Hierbij valt te denken aan investeringen in de technologie en energiesectoren. Hogere **consumptie** zal voor hogere omzetten moeten gaan zorgen.

### Overzicht van de verschillende beleggingsactiva over het eerste kwartaal van 2005

#### Aandelen

Als het gezegde "zoals de eerste week van januari gaat, gaat het hele jaar" dit jaar ook van toepassing wordt, kunnen wij stellen dat dit jaar een negatief jaar voor de aandelenbeurs zal worden.

Het begin van de maand januari was weliswaar negatief, maar februari maakte dat ruimschoots goed.

Per saldo sloten de Europese aandelenbeurzen het eerste kwartaal positief af, terwijl de Amerikaanse beurs achteruit ging. De Japanse beurs liet weinig verandering zien.

De gehele wereldindex van aandelen liet ook (hoewel licht positief) weinig verandering zien.

Onze "eigen" Aex index liet een stijging zien van iets meer dan 6%.

De Aex deed het dan ook aanmerkelijk beter dan andere indices. Zij had ook wat in te halen en had dankzij een wat lagere dollar de wind in haar rug.

Opvallend te noemen is ook de toegenomen belangstelling voor fondsen met een kleinere beurswaarde, ook wel **small caps** genoemd. Deze fondsen hebben het beter gedaan dan de grote. Deze trend was reeds in het laatste

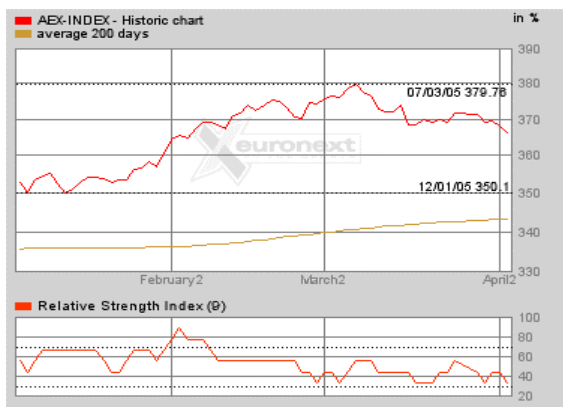
kwartaal van vorig jaar ingezet maar heeft zich dit kwartaal doorgezet. Er is door Euronext zelfs een heuse "small cap" index hiertoe geïntroduceerd. Thans is de onderwaardering van deze aandelen ten opzichte van de grote broers bijna weg. Onderstaand treft u de belangrijkste indices voor de verschillende geografische zones aan.

**In Local Currency**

Name	Last	Daily	MTD	QTD
EAFE	793.756	0.211%	-0.72%	2.739%
EMU	165.385	0.031%	-0.40%	4.275%
EURO	899.168	0.00%	-0.28%	3.959%
EUROPE	1,095.37	-0.02%	-0.74%	3.44%
FAR EAST	792.281	0.909%	-0.33%	0.966%
G7 INDEX	762.906	0.108%	-1.21%	-0.52%
NORDIC COUNTRIES	4,035.76	0.434%	-0.54%	5.365%
NORTH AMERICA	1,243.62	0.013%	-1.65%	-2.11%
PACIFIC	676.014	0.771%	-0.66%	1.142%
PAN-EURO	895.394	-0.05%	-0.69%	3.152%
THE WORLD INDEX	852.627	0.101%	-1.23%	0.019%



Grafiek van de Standard&Poors 500 index, Bron: Bigcharts.com



Grafiek van de AEX index, Bron: Euronext

Voorts is de beweeglijkheid/volatiliteit van de beurs iets toegenomen. Dit komt weliswaar af van historisch lage niveaus,

maar is in maart toch van 12.1 naar 14 gestegen.



VIX index, Bron: Bigcharts.com

Wij blijven **gematigd optimistisch** voor de aandelenmarkt in 2005. Ondanks onze matige conjuncturele visie hoeft dat niet meteen te betekenen dat aandelen het slecht zullen doen.

De **waardering** van aandelen in zijn algemeenheid is niet hoog te noemen. Wel dient er onderscheid gemaakt te worden tussen **groei en waarde** aandelen. Wij achten de huidige conjunctuur niet rijp om te gaan beleggen in groei aandelen. Tevens verwachten wij voor 2005 in zijn algemeenheid weinig winstgroei voor bedrijven en de verwachte winstgroei die doorgaans is verdisconteerd in groeiaandelen strookt dus niet met onze visie.

Waarde aandelen, gepaard met een relatief hoog **dividend** zal ons inziens het in 2005 ook beter doen dan groei aandelen. Sectoren die onze voorkeur genieten zijn;

- \* Financiële waarden
- \* Energie
- \* Nutsbedrijven
- \* Medische verzorging (dus geen farmacie)

Voorts achten wij een evenredige mix tussen big caps en small/mid caps opportuun.

**Obligaties.**

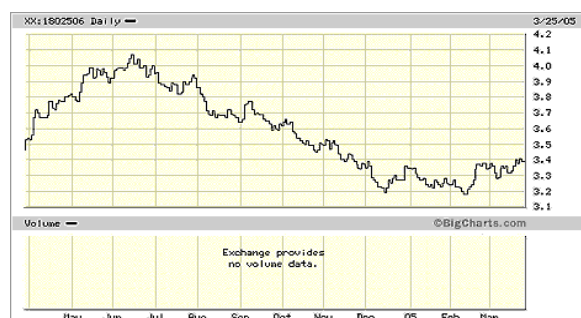
Na jaren van dalende rentes en stijgende obligatiekoersen lijkt de markt rijp voor een correctie of misschien zelfs een nieuwe trend. Als gevolg van licht economisch herstel, stijgende vraag naar grondstoffen,

en toegenomen inflatie, lijkt het 30 jarige dieptepunt van de rentes voorbij. Dit heeft dit kwartaal ook haar weerslag gehad op de koersen van de obligaties. Gezien ook het feit dat de rente zich op een 30 jaar historisch laagtepunt bevindt, lijkt de kans voor een rentestijging groter dan een verdere daling. Onderstaande tabel is van de MSCI Euro Credit Corporate Index.

	<b>Total</b>	<b>Price</b>	<b>Int.</b>
<b>Period</b>	<b>Return</b>	<b>Appr.</b>	<b>Return</b>
<b>Daily</b>	0.07%	0.06%	0.01%
<b>MTD</b>	-0.17%	-0.56%	0.39%
<b>YTD</b>	0.72%	-0.43%	1.15%
<b>2004</b>	7.91%	2.76%	5.15%
<b>2003</b>	7.19%	1.89%	5.30%



Total Return MSCI ECCI index, Bron: MSCI



10 jaars rente Nederlandse Staat, Bron: Bigcharts.com

De spread (verschil tussen bedrijfsobligaties en Staatsobligaties) is historisch gezien nog nooit zo laag geweest. Onlangs is er door de gevolgen van de recente winstwaarschuwing van General Motors daar enige verandering in gekomen, maar het is op zijn minst opvallend te noemen dat er thans weinig

verschil in rendement bestaat (0.2%) tussen een obligatie van de Nederlandse Staat (2013) en bijvoorbeeld bierbrouwer Heineken met een zelfde looptijd.

De dalende marktrentes hebben effect op de verplichtingen van pensioenfondsen gehad. Deze stijgen als gevolg van de dalende rente. Een ander gevolg voor pensioenfondsen is dat de dekkingsgraad daardoor daalt. Dit geeft een vicieuze effect doordat pensioenfondsen gedwongen worden aandelen (dekking) af te bouwen en steeds langer lopende obligaties te kopen om aan haar verplichtingen te kunnen voldoen. De hamvraag is dan ook wanneer dit ophoudt.

In zijn algemeenheid achten wij obligaties als gevolg van de huidige effectieve rendementen in combinatie met het risico op dit moment minder opportuun dan voorheen. Onze voorkeur gaat wel uit naar obligaties van goede debiteuren die minder rentegevoelig zijn. Hierbij kunt u denken aan leningen die tot circa 2008 een vaste coupon kennen en daarna een CMS constructie kennen. Wij hebben hiervan een aantal leningen geselecteerd die een triple A status (beste kwaliteit debiteur) kennen en een hoog effectief rendement kennen (6% plus).

Alternatieve strategieën kennen weinig tot geen correlatie met de richting van de rente, maar halen bij een lager tot gelijk risico (volatiliteit en standaarddeviatie) behoorlijke rendementen (7% plus). Hiervan hebben wij een aantal interessante fondsen geselecteerd.

Mocht u interesse hebben in een van deze alternatieven voor uw obligatieportefeuille zijn wij u gaarne van dienst en kunt u ons bereiken op ons onderstaande nummer.

### Vastgoed.

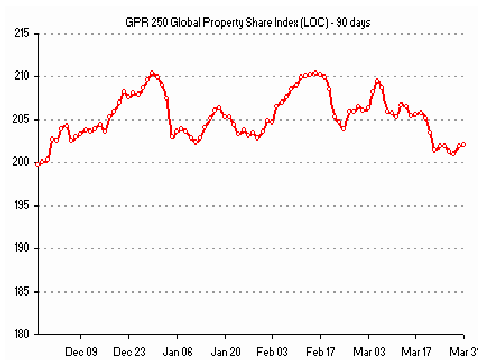
Deze beleggingscategorie begint ook sporen van een trendbreuk te vertonen.

De afgelopen jaren zijn de koersen van vastgoedfondsen onevenredig gestegen met het direct behaalde rendement van deze fondsen. Grond hiervoor was de vraag naar stabiele rendementen van beleggers en een dalende rente. Echter, de

rente stijgt, waardoor het rendement op eigen vermogen daalt, de professionele markt lijkt oververhit en het directe rendement van vastgoedfondsen stijgt niet meer. Er valt dan ook te verwachten dat de premies die deze fondsen ten aanzien van de intrinsieke waarden herbergen, zullen veranderen in een "korting".

Onderstaand ziet u de grafiek van de **GPRS 250 Global property index** in euro's.

Per saldo is de Europese vastgoed index dit kwartaal 0.36% gestegen. Ook treft u de kwartaalgrafiek van het beursgenoteerde vastgoedfonds **Corio** aan.

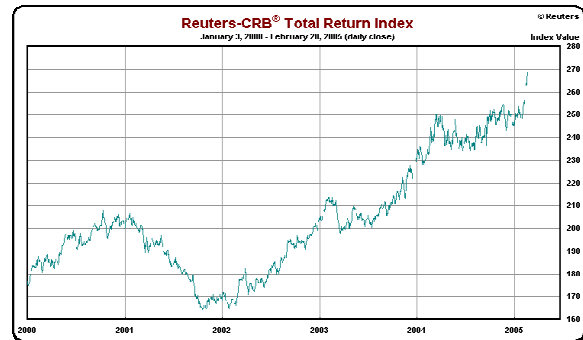


### Grondstoffen en edelmetalen.

Deze beleggingssector wordt nog steeds door de alsmaar toenemende vraag vanuit China en India beïnvloed.

De prijs van een vat ruwe **olie** bereikte opnieuw een record en de olieproducerende landen draaien op maximale productie om aan de vraag te kunnen voldoen. Ook andere grondstoffen zoals **edelmetalen, rubber**, en **kolen** lijken niet aan te slepen.

De toonaangevende **Reuters crb index**, waarin alle belangrijke grondstoffen zijn vertegenwoordigd heeft dan ook haar stijgende trend dit kwartaal doorgezet en heeft een stijging van meer dan 8% laten zien.



De verwachting is dat de grote vraag naar grondstoffen en metalen zal voortduren. Als men 30 jaar terug gaat in de tijd representeerden de aandelen van bedrijven die grondstoffen produceren 30% van de totale marktkapitalisatie. Thans is dat maar zo'n 3 tot 4%. Het is dan ook niet ondenkbaar dat deze industrie weer terug kan gaan naar een historische weg.

Gek genoeg vertoont de huidige globale economische situatie een sterke gelijkenis met die van de jaren 60 en 70 waarin de grondstoffen sector zo ruim was vertegenwoordigd, zoals een zeer ruim monetair en fiscaal beleid in de VS die leidt tot een globale liquiditeits overschot, gepaard met substantiële stijgingen van grondstofprijzen en inflatie, gevolgd door stagflatie.

Wij zijn dan ook van mening dat deze beleggingscategorie moet worden opgenomen in een gebalanceerde effectenportefeuille.

Dit kan geschieden door grondstoffen index "trackers" te kopen; dit zijn aandelen waarin de gehele index gewogen is vertegenwoordigd in een enkel aandeel. Een ander alternatief is te beleggen in een grondstoffen aandelen fonds zoals het recente door Jim Rogers gelanceerde Commodity Fund. Ook kunt u de grondstoffen natuurlijk fysiek aanschaffen.

Mocht u hier meer over willen weten zijn wij u hier ook vanzelfsprekend graag van dienst.

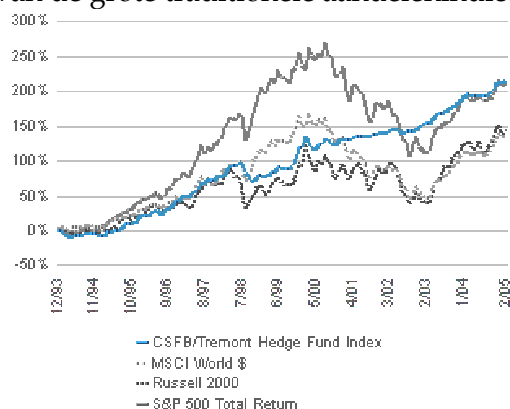
### Alternatieve Strategieën

De lage kapitaalmarktrentes, de daarmee samenhangende overmatige liquiditeit, gepaard met de nog immer aanwezige risicoaversie jegens aandelen van beleggers zorgen voor een voortdurende wereldwijde "search voor yield". Gevolg hiervan is dat alternatieve beleggingen in bijvoorbeeld hedge funds, private equity en de bovengenoemde categorie grondstoffen nog steeds aan populariteit winnen. Het globale te beleggen vermogen vloeit dan ook hoofdzakelijk naar deze activa.

Hedge funds hebben in tegenstelling tot de grote Westerse "long only" indices wel een positief rendement laten zien. De performance van de Hedge fund indices is door traditioneel een maand vertraagd. Onderstaand treft u het resultaat aan tot en met ultimo februari. Voorts kunnen wij u melden dat er in maart geen significante wijzigingen ten opzichte van februari hebben plaatsgevonden.

Index Value	Feb-05	Year to Date
	317.98	1.43%

Grafisch treft u onderstaand de performance van deze index ten opzichte van de grote traditionele aandelenindices.



Wat opvalt is de zeer lage volatiliteit in de koersontwikkeling van de CSFB/Tremont Hedge Fund index ten opzichte van de traditionele indices. Wat wij hiermee aan willen geven is dat hedgefondsen een

"rustig" alternatief kunnen bieden voor traditionele beleggingsactiva.

*De beurs heeft ook haar martelaren;  
De winst verandert met den wind.  
D' een mist hetgeen een ander vindt.  
't Is kunst, te winnen en bewaren.*

### Joost van den Vondel "Aen de Beurs 1643"

Dit is een publicatie van First Capital Asset Managers B.V. De kwartaalvisie is geschreven door Melchert van Boheemen, senior vermogensbeheerder bij First Capital.

De visie in deze publicatie kwam tot stand in de beleggingscommissie van First Capital, waar gemeenschappelijk het beleggingsbeleid voor haar gevoerde beleggingsfondsen en haar vermogensbeheer en adviesportefeuilles wordt vastgesteld.

De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door ons betrouwbaar geachte bronnen. Aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden kunnen wij niet aanvaarden.

Mocht u willen reageren:

First Capital Asset Managers B.V.

Schoolstraat 27

2242 KE Wassenaar

T: 070 512 31 45

F: 070 512 31 46

Email: [melchert@firstcapital.nl](mailto:melchert@firstcapital.nl)