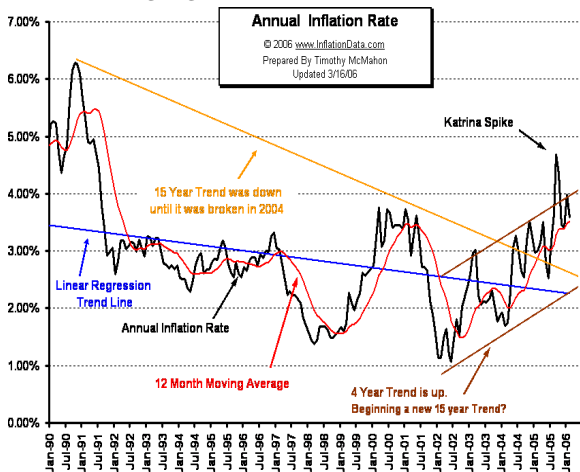


Toch niet de laatste renteverhoging

Volgens verwachting verhoogde de Amerikaanse centrale bank de rente met een kwart procentpunt naar 4.75%. De markt had openlijk gehoopt dat de FED uiteindelijk bij een tarief van 5% rust zou nemen. Echter, FED voorzitter Bernanke lichtte, in bijna dezelfde bewoordingen als voorganger Greenspan tijdens zijn laatste speech op 31 januari deed, toe dat er verdere renteverhogingen nodig kunnen zijn om de risico's van groei en inflatie te kunnen beteugelen. Nog steeds leidt "de toenemende vraag naar grondstoffen tot potentiële inflatoire druk". Tevens meldde de FED dat de economische groeidaling in het vierde kwartaal van tijdelijke aard was en dat deze sterk steeg in Q1. Ook verwachten zij dat deze sterk blijft maar vervolgens wat gaat matigen in de loop van het jaar.

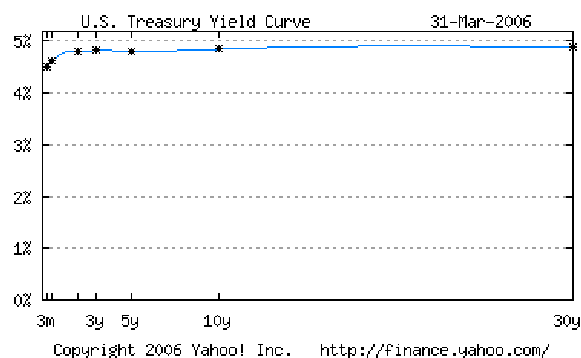
Als er geen dreiging voor oververhitting lijkt, waarom dan nog noodzaak voor verdere renteverhogingen?



Bovenstaande grafiek toont ook aan dat het officiële inflatiepercentage net onder de 4 procent noteert. Wel zien wij dat de trend sterk opwaarts is gericht.

Is de dreiging voor fikse geldontwaarding dan toch hoger dan men wil doen laten vermoeden?

De huizenmarkt en de rentecurve zijn twee additionele factoren waarmee de FED rekening zal moeten houden. De FED was vrij overtuigd in haar stelling dat de inverse rentecurve in de VS niet zal leiden tot een recessie. Dit wordt volgens hen louter veroorzaakt door de grote vraag naar lang papier van buitenlandse investeerders. Deze houden de rentecurve vlak.



Wellicht zal dit niet leiden tot een recessie, maar mogen wij wel aannemen dat de inverse rentecurve op zijn minst zal leiden tot gematigder groei? Zien wij dit al aan de hand van de ingetreden correctie van de Amerikaanse huizenmarkt?

Als de huizenmarkt te snel gaat corrigeren, zal dit de consumentenbestedingen danig beïnvloeden en daarmee ook de economie. Spaartegoeden nemen nog steeds af in Amerika. Huizenprijzen hebben exorbitante stijgingen laten zien. Ook heeft de doorsnee Amerikaan zijn hypotheek overgesloten om de overwaarde te benutten en deze variabel gefinancierd.

Het moge duidelijk zijn dat de renteverhogingen direct effect beginnen te krijgen op de bestedingen van consumenten.

Wellicht niet geheel toevallig heeft de FED ook in maart voor het laatst de M3 geldgroei gepubliceerd. Dit cijfer is decennia lang gepubliceerd en toonde de reële geldgroei van Amerikaanse dollars. Dit cijfer gaf economen een goed inzicht in de reële waarde van de dollar in termen van een globale markt en was een goede bron om inzicht te krijgen in

consumenteninflatie en huizeninflatie. Als de FED meer geld drukt, devalueert zij de koopkracht omdat de prijzen stijgen zonder dat waarde wordt toegevoegd.

De laatste weken voor de laatste publicatie toonde de M3 een groter dan verwachte stijging. De laatste cijfers geven zelfs een groei aan van 16% op jaarbasis. Dit zou een significante stijging in kosten betekenen voor de consument terwijl de lonen nog niet aan het stijgen zijn.

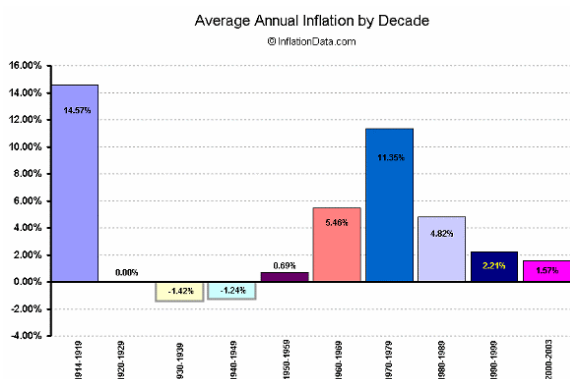
Het is dan ook vreemd te constateren dat de FED stelt rentes te verhogen om inflatie te beteugelen, maar tegelijkertijd meer geld blijft drukken. Hiermee creëren zij juist wat zij trachten te bestrijden: inflatie.

Ook andere economieën, zoals Groot-Brittannië (plus 11.7%), Australië (plus 9%), Canada (plus 8%) en de Eurozone (plus 7.5%), laten significante geldgroei cijfers zien.

Op basis hiervan kunnen wij, ons inziens, niet echt spreken van een monetaire verkrapping.

Het lijkt meer op koopkrachtvernietiging van de gewone man en vrouw waarbij de verschillen tussen arm en rijk wereldwijd zullen toenemen.

Op zich is inflatie in de VS gemeengoed geweest sinds de invoering van de Federale bank in 1913, met uitzondering van de grote depressie als gevolg van de crash in de beginjaren '30 van de vorige eeuw. Zie onderstaande grafiek.

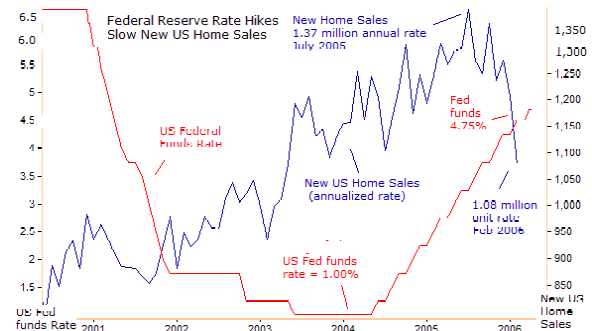


Echter, de mate van rendementen als gevolg van groei van inflatie in verschillende Westerse economieën en economische sectoren die profiteren van inflatie is veranderd. In de jaren '70 van de vorige eeuw bijvoorbeeld, waren grondstoffen de grootste profiteurs van inflatie, terwijl aandelen en

obligaties in waarde daalden. De twee decennia daarna was het beeld juist andersom. Sinds 2001 zien wij weer dat de grondstoffenmarkt het meest profiteert van de overschotten aan liquiditeiten in vergelijking met de stijgingen van de aandelen- en obligatierendementen.

In tijden van sterk toenemende inflatie daalt de koopkracht van het geld tegen alle soorten activa. Dit geeft een illusie van welvaart, maar het gevaar van hyperinflatie dreigt, waarbij een serieuze devaluatie van de munt het gevolg zal zijn. Echter, als alle grote ontwikkelde economieën tegelijkertijd en in dezelfde mate geld blijven drukken (dit lijkt haast aan de orde te zijn op dit moment) zullen de munteenheden niet devalueren ten opzichte van elkaar, maar ten opzichte van de activa. Het lijkt voor ons als vermogensbeheerders dus zaak om voor u actief te zijn in de activa die tijdens inflatie het beste renderen.

De taak van de FED lijkt ons ook helder; het doen vermoeden dat inflatie niet uit de hand loopt en gematigd doorgaan met renteverhogingen om toch in de pas te lopen met inflatie, en daarmee de Amerikaanse huizenmarkt niet te hard te laten landen met alle economische gevolgen van dien.



Groei

Zoals bovenstaand door de FED beaamd, verwachten wij dat het groeitempo in de VS gaat matigen. Dit in tegenstelling tot Europa en Japan. Het economische beeld van China loopt ook nog steeds volgens plan. **India en Turkije** daarentegen herbergen kenmerklijke risico's die wij nog kennen van **Thailand en Maleisië** van vlak voor de Aziëcrisis in 1997. De rendementen van de aandelenindices van India en Turkije zijn zeer

indrukwekkend te noemen. India reendeerde 280% in drie jaar tijd, terwijl de Turkse beurs zelfs meer dan 500% reendeerde in de afgelopen drie jaar.

Het tijdperk van goedkoop geld en krediet lijkt voorbij. Beide landen kennen tegenwoordig snel toenemende tekorten op de lopende rekeningen. Dit, gepaard met gigantische kapitaalinstromen, stijgende inflatie en een sterke toename van beursgangen aldaar geeft aanleiding deze regio's links te laten liggen vanwege de grote risico's die wij menen te herkennen.

Op de **Arabische** aandelenmarkten is de drie jaar durende hebzucht abrupt omgeslagen in angst. De beurzen van Dubai, Jordanië, Koeweit, Qatar, Saoedi-Arabië en Egypte kregen forse klappen met correcties van zelfs meer dan 40% voor enkele hoofdindices.

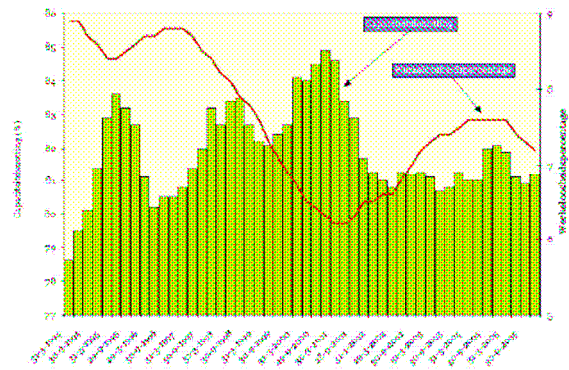
De Egyptische overheid heeft zelfs gemeend te moeten interveniëren door lokale aandelen op te kopen.

Dankzij de hoge olieprijs werden de koersen aldaar tot ongekende hoogte gedreven. Waarderingen van de lokale ondernemingen stonden niet meer in verhouding tot de algehele normen. Daarbij wordt de regio overspoeld door nieuwe beursintroducties die in het recente verleden meer dan vijf keer over de kop gingen op de eerste handelsdag.

De vele nog aangekondigde introducties lopen thans gevaar en veel van het gebrachte kapitaal wordt teruggehaald. In Egypte en Koeweit wordt op straat gedemonstreerd en de politiek stuurt de welbekende boodschappen dat er geen reden tot paniek is zoals wij die kennen van President Hoover tijdens de Amerikaanse crash in 1929. Nog in september waren het wellicht dezelfde beleggers die letterlijk de deuren intrapten van een bank aldaar en bewakers molesteerden om aan aandelen te kunnen komen van de introductie van het bedrijf Dana Gas.

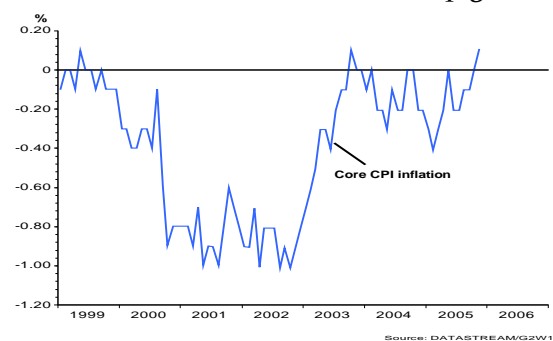
Europa lijkt qua groei eindelijk het langverwachte momentum te krijgen. Het vertrouwen van consumenten en producenten stijgt sterk en daarmee dus ook het sentiment. Groeiramingen worden met regelmaat naar

boven toe bijgesteld. Tevens is er voldoende beschikbaarheid van de productiefactoren arbeid en kapitaal.



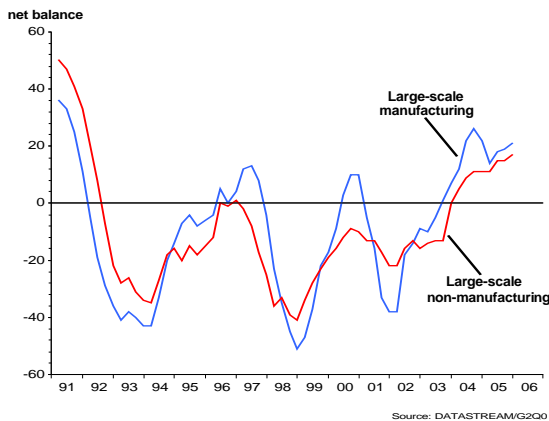
Grafiek: bezettingsgraad en werkloosheidspercentage, bron: Optimix.

Japan, heeft wellicht voor het belangrijkste economische nieuws van de afgelopen tijd gezorgd. Zij kondigden aan een eind te zullen maken aan de politiek van gemakkelijk geld. Dit door toedoen van structurele economische groei. Komende uit een lange periode van deflatie wordt inflatie in Japan juist toegejuicht. De reële groei oogt al bijna een jaar sterk en de mate neemt nog toe naar zelfs 4%. Wel weegt de periode van deflatie nog zwaar (dit heeft immers geleid tot een tekort van 6.5% van het bbp) en zal naar waarschijnlijkheid Japan zeer geleidelijk laten afkicken van haar verslaving van gemakkelijk geld. Zij zijn immers bang dat het herstel tenietgedaan wordt door een renteverhoging en dat de economie weer in het slop geraakt.



Grafiek: Japanse consumenteninflatie

Zoals u bovenstaand kunt zien is het tijdperk van deflatie voorbij. Onderstaand ziet u een grafiek die toont dat ook het sentiment nog niet zo goed is geweest in 15 jaar tijd.



Nu wij menen dat, naast de beurs, ook de fundamenteën van Japan verklaren dat er structureel betere tijden aanbreken zijn wij van mening dat de tijd is aangebroken dit land in de aandelenweging van onze portefeuilles op te nemen.

Dit zullen wij niet doen door individuele ondernemingen zelf uitvoerig te onderzoeken en daar op hoop van zegen in te beleggen, maar door in een "index-tracker" te beleggen, waarbij wij in één enkel aandeel een hele index kunnen volgen.

Op het valutafront was er voor de dollar weinig spektakel te bespeuren. De toenemende tekorten in de VS hebben nog steeds niet geleid tot de - wat het gros van de toonaangevende monetaire economen voorspellen - devaluatie van de Amerikaanse dollar.

Dit kan nog komen. De aanleiding hiervoor is wellicht te vinden in Japan. Het verlaten van de makkelijk geld politiek kan globale gevolgen krijgen.

Men kon immers tegen zero cost in Japan geld lenen en dit vervolgens beleggen in landen met een valuta die een aanzienlijk hogere rente kent. Een kenmerkend voorbeeld hiervan was IJsland en haar kroon. Met een rentepercentage van meer dan 10%, en een sterke economische groei was dit lange tijd een prachtige "carry trade".

Een samenspel van factoren waaronder toegenomen inflatie, tekorten en het feit dat onder andere Japan het monetaire beleid verkraapt, heeft ertoe geleid dat veel van deze ingenomen posities zijn gedekt. Dit heeft

veroorzaakt dat de IJslandse kroon bijvoorbeeld met 15% moest devalueren.

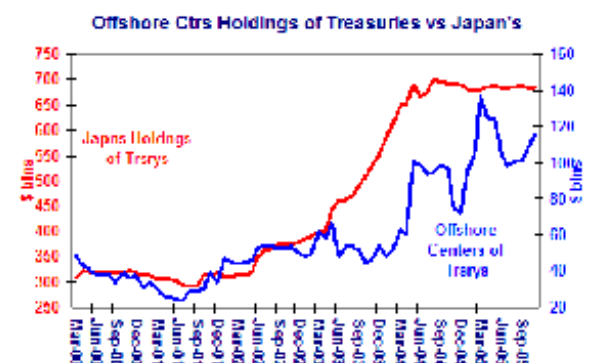


Grafiek: IJslandse kroon/Japanse Yen

Ook andere valuta moesten eraan geloven. Zelfs de Canadese, de Australische en de Nieuw-Zeelandse dollar waren onderhevig aan flinke correcties.

Zoals bekend is Japan een grote financier van de Amerikaanse Staatsschuld.

Mocht de verkrapping ertoe leiden dat het rendement op de kapitaalmarkt uitgedrukt in Yennen even hoog is als het Amerikaanse, zal dit aanleiding kunnen geven voor de Japanners, maar ook andere landen en investeerders, deze investeringen niet meer aan te gaan en de dollars terug te halen. Op dit moment neemt het bedrag van deze investeringen vanuit Japan ook niet meer toe. Overigens, tegenwoordig wordt het gros van de Amerikaanse tekorten door Hedge Funds gefinancierd, maar daar komen wij bij het betreffende onderwerp op terug.



Bron: Safehaven.com

Voor ons geeft dit aanleiding genoeg de kapitaalmarkten van Japan en de VS goed in

de gaten te houden en te ageren wanneer nodig door onze dollarposities af te dekken.

Aandelen

De VS kende het sterkste aandelen kwartaal sinds 1999. Alle tien hoofdsectoren die in de Standard & Poors 500 index zijn vertegenwoordigd lieten positieve rendementen zien.

De laatste renteverhoging gooide jammer genoeg enig roet in het eten aan het einde van het kwartaal.

De Dow liet het eerste kwartaal een rendement van 3.66% zien. Onze AEX-index hoorde wederom bij een van de best presterende (ontwikkelde) indices met een rendement van 7.31%.



Chart: Dow Jones Industrial index, Bron: Bigcharts



Chart: AEX index. 1 jaar, Bron: Bigcharts

Economische groei, overnamegeruchten en "corporate raiders" hebben bijgedragen aan de stijgingen. De winsten van diezelfde S&P 500 ondernemingen stegen gemiddeld met 13% in het vierde kwartaal van 2005. De algemene verwachting was een stijging van 12%.

Voor Q1 is de verwachting een winstgroei van bijna 12%.

Positief is te constateren dat de winstgroei niet alleen meer te danken is aan het snijden in de kosten en door toedoen van reorganisaties, maar ook dankzij hogere omzetten van de bedrijven.

Het overnamegeweld is intussen losgebarsten. Sinds het begin van dit jaar is er in de VS voor een bedrag van \$366 miljard aan fusies en overnames aangekondigd. Dit is het hoogste bedrag sinds het eerste kwartaal van dit millennium.

Er is zelfs nog meer te verwachten als je bedenkt dat de bedrijven die vertegenwoordigd zijn in de S&P 500 thans \$622 miljard aan liquiditeiten hebben.

Europa blijft hier niet buiten schot. Ook hier zijn fusie en overname geruchten aan de orde van de dag. Deze overnames zijn tot op heden tevens door "corporate raiders" makkelijk te financieren dankzij de lage rente. Het verschil is echter, dat zij (in tegenstelling tot overnames vanwege consolidatie) uit zijn op sneller rendement op de investeringen om de lasten van de financieringen te kunnen dragen. Hierdoor worden vaak de balansen van de ondernemingen uitgehold en dit vormt voor ons een probleem op lange termijn.

De marktwerking kan hier echter verandering in brengen. De kapitaalmarktrente loopt op in Europa en hoewel dit wellicht niet het economisch herstel in Europa in de kiem zal smoren, geeft dit wel aan dat er minder geld overblijft dat door de banken wordt uitgezet op de kapitaalmarkt. Een afname van overtollige middelen in het bancaire systeem zal er toe leiden dat partijen die bedrijven opkopen met behulp van geleend geld dit minder makkelijk en tegen minder gunstige voorwaarden kunnen financieren.

Globaal ziet het staatje van de diverse indices er als volgt uit.

In Local Currency

Name	31/03/2006	QTD	YTD
EMU	213.184	9.81%	9.81%
EURO	1,148.961	9.26%	9.26%
EUROPE	1,392.849	8.13%	8.13%
FAR EAST	1,159.484	6.28%	6.28%
G7 INDEX	903.593	5.13%	5.13%
NORDIC COUNTRIES	5,704.228	12.68%	12.68%
NORTH AMERICA	1,384.277	3.95%	3.95%
PACIFIC	964.135	6.54%	6.54%
PAN-EURO	1,130.450	7.63%	7.63%
THE WORLD INDEX	1,024.089	5.62%	5.62%

Als wij er seizoensgebonden statistieken op naslaan, wacht ons de volgende kwartalen een angstig vervolg voor aandelen. Het is namelijk het tweede jaar van de presidentiële termijn in de Verenigde staten.

Historie leert ons dat van de 12 neergaande jaren van de S&P 500 index sinds 1960, er zes voorkwamen tijdens het tweede jaar van de termijn. Daar zaten zelfs de afstraffende jaren van 2002 (min 24%), 1974 (min 30%) en 1966 (min 13%) bij.

Als men specifiek naar de data kijkt blijkt ook dat vooral het tweede en derde kwartaal van het tweede jaar het slechtst presteren.

Gemiddeld daalde de S&P 500 over de laatste zes decennia gemiddeld 2% in het tweede en gemiddeld 2.3% in het derde kwartaal.

Deze kwartalen worden overigens dan wel weer gevolgd door gemiddeld de beste kwartalen in de cyclus met een rendement van 7%.

Daarbij wordt ook nog de beurswijsheid "sell in May and go away" van toepassing. Jaarlijks gezien is de periode vanaf eind april tot en met oktober de slechtste op de beurs. "But remember to come back in September". Professor Ben Jacobsen van de Erasmus Universiteit heeft middels onderzoek aangetoond dat dit effect wel degelijk bestaat.

Misschien krijgen we op basis van de seizoenseffecten wel springtij op de beurs. Wij kunnen en zullen echter hier geen rekening mee houden. Zeker niet op basis van deze argumenten. Het is echter ons inziens wel interessant u dit te melden en wij zullen kijken hoe dit zal uitpakken. De markt proberen te

"timen" is ook vrijwel niet haalbaar, heeft weer een andere studie aangetoond.

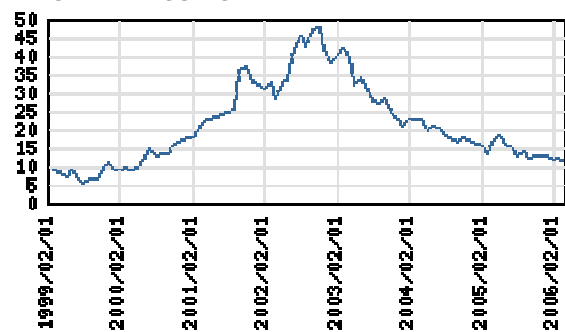
Wel zijn wij van mening dat de winstontwikkeling van beursfondsen, zoals gemeld, wat gaat matigen. Ook de mate van fusies en overnames die als impuls voor de aandelenbeurs fungeerden zullen door de hogere kapitaalmarktrente lager zijn. Het is dus eenvoudig te durven stellen dat de rendementen op basis hiervan en gezien het feit dat wij net het beste kwartaal sinds 1999 achter de rug hebben, op de beurs wat zullen matigen.

Rentegevoelige fondsen zullen wij mijden.

Obligaties

Zoals uitvoerig beschreven zien wij en menig centrale bank inflatie als serieuze dreiging voor de financiële markten. Geldontwaarding is funest voor het rendement op obligaties. Wij denken dat de VS de rente gematigd zal blijven verhogen. In Europa verwachten wij dat de korte rente dit jaar met 50 basispunten zal stijgen. Japan heeft inmiddels ook aangekondigd weer omhoog te kijken.

Het was dan ook geen goed kwartaal voor de obligatiebeleggingen.



1999/02/01 ~ 2006/03/31

MSCI Euro Credit Bond Index

Performance 31 maart 06

Period	Total Return	Price Appr.	Int. Return
MTD	-1.21%	-1.57%	0.35%
YTD	-1.67%	-2.68%	1.01%
2005	4.28%	-0.04%	4.32%
2004	7.63%	2.87%	4.77%

De ontwikkeling van de Europese en Amerikaanse kapitaalmarktrente treft u in de onderstaande grafieken aan.



Grafiek: Eurobond Yield 1 jaar, Bron: Bigcharts



Grafiek: T-bond Yield 1 jaar, Bron: Bigcharts

Door de looptijden van de obligaties in portefeuille kort te houden, verlaagt u de rentegevoeligheid. Inflatie kan worden gecompenseerd door te beleggen in inflatie-linked obligaties of zogenaamde indexleningen.

Indexleningen onderscheiden zich van gangbare staatsobligaties door naast een (reële) couponrente achteraf de werkelijk opgetreden inflatie te vergoeden. Bij gewone obligaties moet de houder afwachten in welke mate de inflatie de opbrengst van de nominale couponrente aanvreet. Immers, bij stijgende inflatie wordt het effectieve rendement bij gewone obligaties danig aangetast. Het effectieve rendement op deze inflatie-linked obligaties wordt gecorrigeerd al naar gelang

de hoogte van de inflatie. Ergo, bij stijgende inflatie wordt deze hoger en bij dalende inflatie wordt deze lager.

Veel Europese overheden hebben index obligaties uitgegeven. De Continentaal Europese markt voor geïndexeerde staatsobligaties maakt de laatste jaren een stevige groei door. Binnen vijf jaar is de omvang van de markt meer dan vertienvoudigd. Pionier Frankrijk heeft de meeste leningen uitstaan, maar steeds meer landen doen hun intrede op deze markt. De groei van de markt zet de komende jaren door. Frankrijk financiert op dit moment 6.2% van zijn schuld met indexleningen en wil dat opschroeven naar 20%.

De VS financieren al meer dan 15% van de overheidsschuld via deze markt en ook in Engeland is het aandeel, met 6%, fors. De gemiddelde omvang van emissies in Europa maakt ook duidelijk dat deze markt steeds interessanter wordt voor beleggers. De omvang van de gemiddelde emissie is ruim 7 miljard euro, meer dan de gemiddelde omvang in de al veel langer bestaande Engelse markt. Echter, het agentschap van het Nederlandse ministerie van Financiën komt al jaren niet verder dan de opmerking dat het deze markt met interesse volgt, maar zal ook dit jaar zijn gezicht niet op deze markt laten zien. Het agentschap benadrukt dat het een kleine speler is op de obligatiemarkt en zich daarom hoofdzakelijk wil concentreren op de drie- en tienjaarssegmenten van de gewone obligatiemarkt. Als in dat deel van de obligatiemarkt minder uitgegeven zou worden, zou dat de liquiditeit van de Nederlandse leningen kunnen schaden. Dat zou een iets hogere rente met zich mee kunnen brengen, zo is de redenering bij het agentschap.

Vastgoed

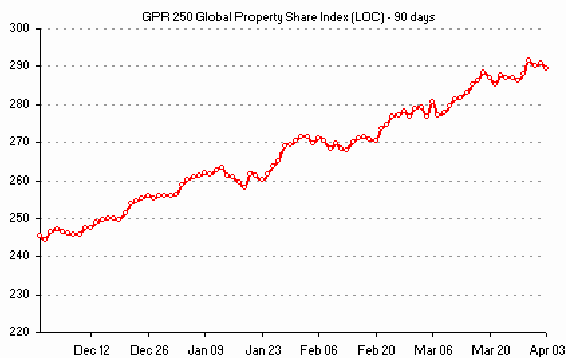
Het jaar begon (bijna traditioneel) goed voor vastgoedbeleggingen. Ook hier was net als bij de gewone aandelenmarkt de toename van fusies, overnames en beursgangen opvallend.

Veel van deze ondernemingen kozen voor de Londense AIM als beurs waarop zij genoteerd willen zijn. Het geld dat zij hiermee hebben opgehaald zal voornamelijk in Oost Europa en

het weer in trek geraakte Duitsland geïnvesteerd worden.

In Amerika zien wij het omgekeerde plaatsvinden. Daar worden weer meer bedrijven van de beurs gehaald dan toegevoegd.

De kantorenmarkt in Nederland kampt zoals beschreven in de laatste *KwartaalVisie* met enorme leegstand. 6 miljoen m² staat leeg. 2 miljoen m² is in aanbouw en circa 11 miljoen m² is bestemd of vergund. De vraag naar kantoren zal ons inziens door de daling van de beroepsbevolking in Nederland en de verschuiving van arbeid en dienstverlening naar India en China afnemen. Het gevolg zal een toename van de leegstand zijn. Dit, gepaard met het feit dat de kapitaalmarktrente aan het stijgen is, doet ons vastgoedfondsen en aandelen die in deze sector en regio actief zijn mijden in de portefeuilles.



Grafiek: GPR250 vastgoedaandelenindex, Bron: Global Property Research

Hedge Funds en Alternatieve Strategieën

Eind maart hield David Shaw, oprichter van het grootste Hedge Fund ter wereld een presentatie op Stanford University in de Verenigde Staten.

De crux van zijn presentatie kwam neer op zijn verwachting dat de rendementen in zijn sector waarschijnlijk zullen verslechteren doordat er zo veel geld beschikbaar is. Dit enorme kapitaal graast als een zwerm sprinkhanen meer en meer dezelfde akkers af tot er geen rendement meer te behalen valt.

Het vermogen dat Hedge Funds beheren is sinds 2000 meer dan verdubbeld tot \$1,100 miljard.

Het aantal fondsen waar (soms) u en wij in mogen beleggen is ook verdubbeld tot bijna 9,000

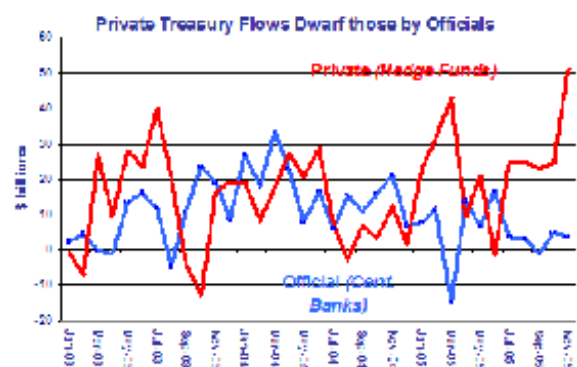
Terwijl de sector groeit, lopen de rendementen terug. Gemiddeld nam vorig jaar het rendement toe met circa 9.3%. Dit is wel hoger dan de 9% groei in 2004, maar nog steeds aanzienlijk lager dan de gemiddelde jaarlijkse toename van 16% tijdens de jaren '90 van de vorige eeuw.

Zoals wij u eerder hebben verteld, maken veel Hedge Funds gebruik van geavanceerde computermodellen die de financiële markten afstropen op zoek naar prijsinefficiënties.

Doordat dit thans zo massaal wordt gedaan zijn de eenvoudigste afwijkingen allang uit de markt verdreven en is de bodem uitgeput.

Daarbij komt ook het feit dat de meest populaire strategie van hedge funds de zogenaamde "carry trade" behelst. Wij hebben eerder in dit stuk beschreven hoe deze strategie te werk gaat. Hedge Funds maken daarbij graag gebruik van een hefboom om het rendement te vergroten. Het globaal gehanteerde ruime monetaire beleid maakte dit eenvoudig en renderend. Het voorbeeld waarbij in Japan tegen bijna geen rente geld werd geleend en vervolgens in Amerikaanse Staatsobligaties werd belegd heeft er toe geleid dat Hedge Funds nu de trotste eigenaar zijn van 80% van de Amerikaanse handelstekorten (bron FED/Safehaven).

Onderstaand treft u dit illustratief aan.



Nu lijkt ook deze strategie niet meer zo rendabel (zie Japan) en kan verwacht worden dat andere (lees: traditionele) strategieën zoals het beleggen in ondergewaardeerde bedrijven en bedrijven met beperkte financiële armslag weer in trek raken. Wij zien dit reeds gebeuren

aan de hand van het feit dat meer en meer Hedge Funds zich op het gebied van private equity en aandeelhouders activisme bewegen. Ook alternatieve energieprojecten zoals ethanol en windenergie zullen volgens Shaw worden afgegraasd.

Wij hebben besloten vanaf deze *KwartaalVisie* een andere index voor Hedge Funds te tonen. Dit in verband met het feit dat wij zelf beheerders zijn van een Hedge Fund en wij willen daarvoor dezelfde benchmark (meetlat) gebruiken. Het betreft de HFRX Global Hedge Fund index luidend in euro's.

Onderstaand treft u deze aan.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index
31 maart 2006

Month	0.94%
YTD	2.60%
Value *	1,184.73
2005 Total	1.32%

Grondstoffen en edelmetalen

De brede grondstoffen index, ook wel CRB index genaamd, zette haar stijging in 2006 voort.

Er kwam een kleine correctie in februari, maar eind maart werd er een voorlopige piek gehaald.



Door toedoen van de hoge oliepijzen en de zoektocht naar alternatieve energie worden zelfs de prijzen van suiker (ethanol), maïs (olie) etc flink omhoog geduwd. De prijs van kolen en zelfs uranium zit in de lift.

Op het edelmetalen front zien wij hetzelfde effect. Zilver, platina, koper hebben in navolging op goud periodieke toppen behaald.

Meer en meer kapitaal zal ons inziens naar deze markt vloeien. In januari jongstleden maakte het pensioenfonds van British Telecom bijvoorbeeld bekend 1 miljard Britse ponden te investeren in de grondstoffenmarkt. In Nederland gingen ABP (met een 2.5% weging in de portefeuille) en PGGM (met een 5% weging) de Engelsen reeds voor.

Door toedoen van de beschreven papieren inflatie en globale vraagaanbod verhoudingen, lijkt deze markt verdere structurele stijgingen te herbergen. Historisch gezien is deze sector ondanks de flinke recente stijgingen nog steeds niet duur te noemen.

Deze index dient met meer dan 300% te stijgen (geïndexeerd) voordat de hoogste piek ooit, die optrad in 1974, bereikt is.

Hetzelfde feit gaat op voor de weging van beursgenoteerde ondernemingen die actief zijn in deze sector. In 1974 bedroeg deze weging circa een kwart van alle beursfondsen bij elkaar terwijl dat nu nog geen 5% behelst.

Op zich zou men kunnen stellen dat het feest op de grondstoffenmarkt over zou kunnen zijn op basis van het feit dat mondiaal gezien het monetaire beleid verkraapt wordt.

Dit is normaal gesproken slecht voor grondstoffen. Echter, zoals wij u in het begin van deze *KwartaalVisie* schetsten is er de facto nog geen sprake van verkrapting van de liquiditeiten in de markt als men dit corrigeert voor geldgroei.

De kapitaalmarktrente stijgt wel, maar in een veel gematigder tempo van de geldgroei en de uiteindelijke inflatie. Dit scenario zal de marktstijging ons inziens in stand blijven houden.

Aangezien wij eerder beschreven dat wij de dreiging voor toenemende inflatie serieus nemen en zullen zoeken naar activa die het beste renderen ten tijde van hoge inflatie, zullen wij geleidelijk meer alloceren naar deze sector.

YUGANS KNEFTEGAS

Drie uur, de futures liggen groen:
Wall Street zal hoger openen. En wij
In West-Europa, stijgen deemoedig
Mee. Maar ik kijk toch liever

Naar dat vreemde, grote land
In Oost-Europa, waar de staat het kapitaal
Heeft toegelaten, maar de filthy rich
Alweer een kopje kleiner maakt.

O Yugans Kneftegas, al tweemaal schandelijk
Verkwanseld! Hoe moeten Moedertje Rusland
En straks Europa nu hun samowars
opwarmen
En hun haarden branden?

ELLY DE WAARD

Schreef sedert 1978, het jaar waarin zij debuteerde, dertien bundels, waarvan de laatste "Proeven van Moord" in november 2005 verscheen. Haar uitgever is De Harmonie in Amsterdam.

Dit is een publicatie van First Capital Asset Managers B.V.. De kwartaalvisie is geschreven door Melchert van Boheemen, Hoofd Vermogensbeheer 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.

Uw gewaardeerde reactie naar:

First Capital Asset Managers B.V.
Schoolstraat 27
2242 KE Wassenaar
T: 070 5123 145
F: 070 5123 146
E-mail: melchert@firstcapital.nl