

First Capital Asset Managers

ONRUST AAN DE HORIZON

De heersende zelfgenoegzaamheid op de financiële markten kreeg het afgelopen kwartaal een kleine speldenprik te verwerken. Deze werd echter snel weer gedicht en het sentiment is als vanouds weer overwegend positief en de koersen stegen uiteindelijk licht in het eerste kwartaal.

Activa waarin men kan beleggen zijn echter niet meer aantrekkelijk gewaardeerd te noemen. Aandelen zijn in het algemeen weliswaar niet overdreven duur te noemen, maar als men kijkt naar bijvoorbeeld vastgoed, obligaties of grondstoffen, dan lijken de prijzen erg fors, afgezet tegen de risico's.

Toch blijft er veel kapitaal naar de markten vloeien. De globale geldgroei is nog steeds enorm en dat dient ergens uitgezet te worden.

De hamvraag zal dan ook zijn te bepalen wanneer deze kraan dichtgedraaid wordt. Dan is de "hausse" die nu vier jaar duurt voorlopig ten einde.

Wij zien al tekenen aan de horizon die hierop wijzen.

De eerder genoemde speldenprik leek wel een herhaling van wat wij in mei vorig jaar hebben gezien. Het begon namelijk met een renteverhoging in Japan. Beleggers die gebruik maakten van een hefboom (bijvoorbeeld het aantrekken van vreemd vermogen in Japanse Yen), draaiden de posities gedeeltelijk terug met een correctie als gevolg.

Deze correctie duurde korter en was ook minder diep dan vorig jaar. Naast de overeenkomsten zijn er ook verschillen ten opzichte van vorig jaar. De Amerikaanse economie is over haar opwaartse cyclus heen en sommigen zijn van mening dat deze in een recessie dreigt te geraken. Het Amerikaanse financiële systeem heeft een klap te verduren gekregen vanwege de crisis op de huizenmarkt. Voorts ziet de Japanse economie er nu wel erg sterk uit en lijkt op een

KwartaalVisie Q1 2007

groeipercentage van circa 5% uit te komen voor dit jaar. De inflatie neemt ook in Japan toe en een rentepercentage van een half procent in Japan lijkt niet meer houdbaar.

Daarom zal, ons inziens, de rente in Japan geleidelijk (veel) verder worden verhoogd.

Daarmee ligt ook een stijging van de Japanse Yen in het verschiet.

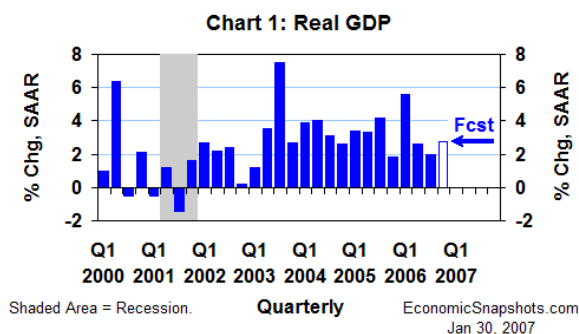
Onderstaand ziet u de cyclus van de aandelenmarkt weergegeven. Wij menen dat wij ons thans dicht bij de top bevinden.

De genoemde symptomen die daar staan zijn tekenend voor de huidige status van de aandelenmarkt.



Economie

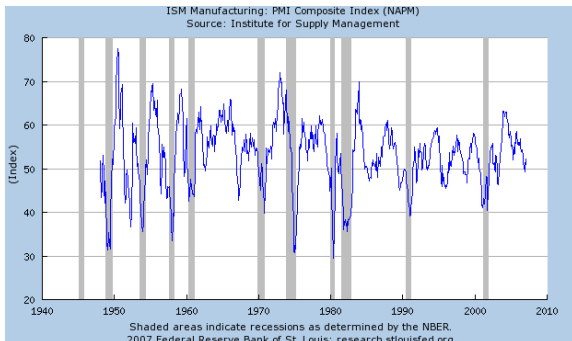
De Amerikaanse economie is dus aan het afkoelen. In het vierde kwartaal van 2006 daalde het groeipercentage naar 2.5%.



De markt gaat er thans van uit dat de Amerikaanse economie met zo'n twee à drie procent zal blijven groeien dit jaar.

Belangrijke, zogenaamde vooruitkijkende indicatoren wijzen echter al op lagere groei.

De redelijk betrouwbare ISM indicator voor de industrie geeft nauwelijks meer groei aan. Een niveau onder de 50 geeft een krimp aan.

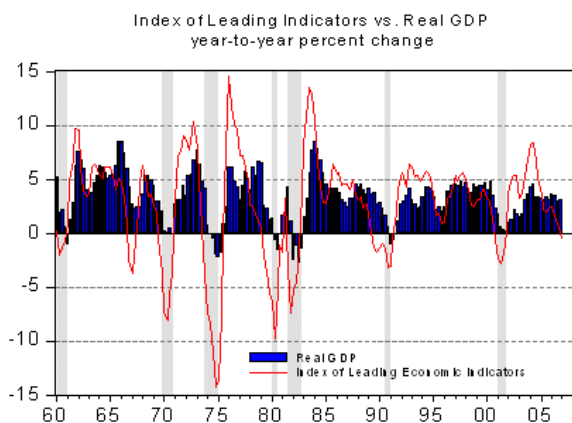


De dienstensector laat ook deze dalende trend zien. Deze laveert met 52.4 ook maar net boven de kritische 50 punten grens. De dienstensector is de belangrijkste sector van de Amerikaanse economie.

Als men kijkt naar de leidende indicatoren in de VS, zien wij hetzelfde beeld. Deze dreigen in de min te geraken.

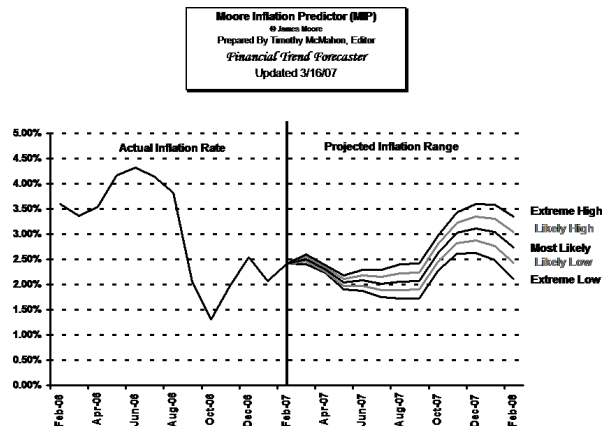
Elke keer dat dit in het verleden geschiedde was een recessie het gevolg. Deze indicator heeft in het verleden maar één vals signaal afgegeven. Dat was tijdens de "mini recessie" van 1967. De economische groei daalde destijds weliswaar licht, maar volgens de definitie van recessie dient de economie minstens twee kwartalen achtereenvolgend te krimpen.

Onderstaand ziet u het illustratief weergegeven. De grijze gebieden geven de periodes van recessie aan.



Al met al ziet het ernaar uit dat de groei in de VS vanaf het huidige niveau van 2.5% nog wat verder kan afvlakken.

Als wij naar de inflatie kijken zien wij het volgende beeld.



Deze lijkt volgens de Moore Inflation Predictor eerst te dalen om in de tweede helft van dit jaar te gaan stijgen naar een hoger niveau dan waar deze eindigde ultimo 2006.

Tel je lage groei en relatief hoge inflatie bij elkaar op dan krijg je een economisch fenomeen dat wij in de jaren 70 hebben meegemaakt, namelijk: stagflatie.

Dit werd toen veroorzaakt door de oliecrisis. Toen echter, had Amerika een groeipercentage van 2% en een inflatiepercentage van meer dan 10% in plaats van de huidige 2.5% groei en 2.5% inflatie. Het lijkt dus veel minder erg dan toen. De productiviteit is vandaag de dag ook veel hoger. De kosten voor energie bepalen vandaag de dag 7% van het BNP. Dit was toen nog maar de helft daarvan.

Tegenwoordig zijn de invloeden die lonen en prijzen doen stijgen anders dan toen. Internationale handel heeft door de globalisering sindsdien een vlucht genomen van 11% van het BNP naar 25% vandaag de dag. Hierdoor is de economie concurrerder geworden. De invloed van collectieve loonregelingen is sindsdien in de VS gehalveerd. Ook het outsourcen naar lage lonen landen heeft geleid tot minder dreiging. Hierdoor is de kans op een loon-prijsspiraal, die pas door harde politieke afspraken in 1980 kon worden beteugeld, afgenomen.

Bij stagflatie hoort een hoge werkloosheid. Toen was die gemiddeld 6%. Deze is tegenwoordig flink gedaald naar 4.4%. Aan de cijfers die wij vrijdag (6 april) in Amerika hebben kunnen zien is de banengroei wel aan het afnemen en zijn de uurlonen aan het stijgen. Als deze trend doorzet dient men op zijn of haar tellen te passen.

Bij stagflatie hoort ook een afnemende vraag oftewel een lagere consumptie. Deze kan worden veroorzaakt door de corrigerende huizenmarkt in de VS, gecombineerd met de hogere kosten voor energie.

Wij dienen qua risico meer en meer rekening te houden met de mogelijkheid dat de Amerikaanse economie dus stagneert, en misschien zelfs krimpt.

Dit zal ook de globale economische groei doen afnemen.

Risico's nemen toe

Als daarbij de geldgroei wordt beperkt en de liquiditeitskraan die de financiële markten thans veel water geeft dicht wordt gedraaid, bijvoorbeeld vanwege renteverhogingen in Japan in combinatie met meer restricties voor krediet, zal het feest op de beurs abrupt voor lange tijd afgelopen zijn.

In dit scenario past ook een nog te devalueren Amerikaanse Dollar.

Zoals wij in ons vorig schrijven hebben gemeld, zijn de risicopremies nog steeds erg laag. De markt houdt hier dan ook geen rekening mee en ziet geen beren op de weg.

De eerder genoemde speldenprik, in combinatie met de crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt zorgde ervoor dat de premies kortstondig opliepen. Ook de beweeglijkheid ofwel volatiliteit liep kortstondig op.

Wij denken dat het komend kwartaal de risico's die wij schetsten wellicht nog niet aan de orde komen. Wel zijn wij van mening dat de markt dichtbij een voorlopig hoogtepunt zit en de nervositeit en volatiliteit zullen toenemen. Wij hanteren op dit moment dan ook vermogensbehoud als de voornaamste strategie boven vermogensgroei. Met andere woorden, wij zullen de markt defensief

benaderen en meer liquiditeiten aanhouden dan een offensieve strategie zal voorstaan.

Aandelen

Aandelen wereldwijd stegen in Euro's gemeten licht in het eerste kwartaal. De MSCI Wereldindex kreeg er 1.1% bij. Het was opvallend te zien dat er geen regio was die er in positieve of negatieve zin uitsprong.

In Euro			
Name	3/31/2007	QTD	YTD
EMU	133.879	3.33%	3.33%
EURO	1,274.380	2.91%	2.91%
EUROPE	130.322	2.35%	2.35%
FAR EAST	134.893	2.07%	2.07%
G7 INDEX	110.740	0.58%	0.58%
NORDIC COUNTRIES	202.155	5.05%	5.05%
NORTH AMERICA	103.675	-0.22%	-0.22%
PACIFIC	148.251	3.01%	3.01%
PAN-EURO	1,238.160	1.95%	1.95%
THE WORLD INDEX	116.153	1.10%	1.10%

Wel zijn er landen geweest zoals China en India die qua koersontwikkeling erg beweeglijk waren.

De AEX-index is met zo'n 15 punten gestegen in het eerste kwartaal. De stijging van de index is grotendeels te danken aan The Children's Investment Fund. Zij hebben immers een belang van 1% in ABN AMRO en schreven de bank aan met het verzoek iets aan het rendement te gaan doen. Prompt ging, nadat de bank bekend maakte deze brief te hebben ontvangen, het aandeel stijgen. Zelfs een paar dagen voordat de bank bekend maakte dat er een partij is die hen wil overnemen rondde de bank nog snel het (eerder aangekondigde) aandeleninkoop programma voor het hogere echelon en bestuur af. Nu vraagt u zich af wat heeft dit met de stijging van de AEX-index te maken?

De koersstijging van de bank was namelijk goed voor 15 punten stijging van de index. Zonder ABN AMRO was het rendement van de index nagenoeg nihil geweest voor het kwartaal.

Het is u wellicht genoegzaam bekend, dat het gonst van de fusie en overname geruchten in de financiële sector.

Ondanks het feit dat er immer nog niets concreets is aangekondigd, verwachten wij wel dat de financiële instellingen bij elkaar zullen gaan kruipen. Immers, de rek in de autonome winstgroei lijkt eruit de komende tijd en om in de toekomst winstgroei te kunnen blijven realiseren zal groei door overnames en synergievoordelen bewerkstelligd moeten worden.

Inmiddels is ABN AMRO qua waardering de duurste bank van de wereld geworden, en valt er ons inziens weinig extra premie meer te verwachten bij een overname.

Omdat de weging van de AEX-index voor circa 40% bestaat uit de financiële waarden ABN AMRO, Aegon, Fortis en ING, zal de index bij een consolidatieslag hiervan profiteren.

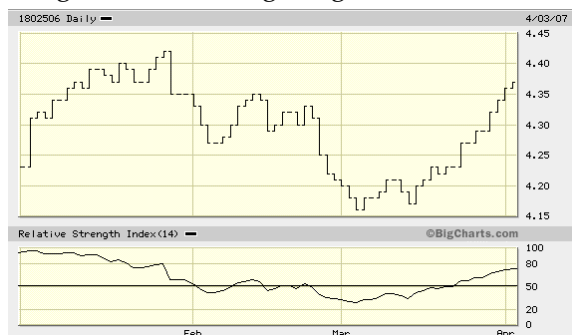
Inmiddels gaan er dankzij het surplus aan liquiditeit in de wereld ook geruchten dat in willekeurige volgorde van waarschijnlijkheid Ahold, AKZO, Heineken, Numico, Rodamco, Unilever en Wolters Kluwer worden overgenomen.

Dan zou er weinig meer in de index overblijven.

Obligaties

Het opwaarts momentum van de Europese conjunctuur heeft hogere inflatie en rente als gevolg.

Per saldo is de Europese kapitaalmarktrente in het eerste kwartaal licht gestegen van 4.22% naar 4.38%. Dit had weer lagere obligatiekoersen als gevolg.



Grafiek: 10 jaars rente Eurozone, Bron:Bigcharts

In de VS is het effectief rendement op de 10-jaars Treasuries per saldo ongewijzigd gebleven.



Grafiek: 10 jaars rente VS, Bron: Bigcharts

De index van Europese leningen bevestigt het beeld dat er weinig verandert op de kapitaalmarkt en dat de koersen van obligaties nauwelijks schommelen.

MSCI Euro Credit Bond Index
Performance 31 maart 2007

Period	Total Return	Price Appr.	Int. Return
Month	-0.34%	-0.30%	0.06%
YTD	0.40%	-0.77%	1.11%
2006	0.09%	-4.05%	4.14%
2005	4.28%	-0.04%	4.32%
2004	7.63%	2.87%	4.77%

De kapitaalmarktrente in de VS en Europa laten op lange termijn nog steeds een stijgende trend zien.

Zoals wij in ons vorig schrijven hadden gemeld, hangt het rendement op obligaties de komende tijd af van het sentiment op de financiële markten en de mate van stijging van de inflatie.

Wij verwachten nog steeds dat de credit spreads zullen gaan oplopen dit jaar. Dit maakt ons inziens Staatsleningen relatief aantrekkelijker dan bedrijfsleningen.

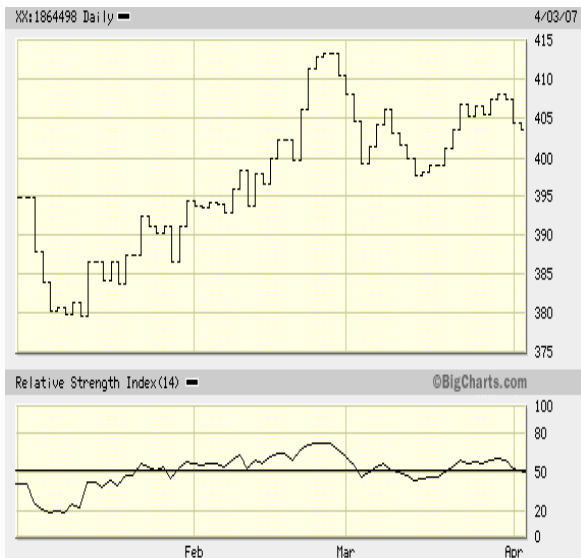
Grondstoffen en Edelmetalen

De lage voorraden van olie en gas, in combinatie met weer toegenomen spanningen in het Midden Oosten waren de oorzaak van de stijging van de olieprijs.

Een vat ruwe Texaanse olie steeg zo'n 6% in het eerste kwartaal.

Edelmetalen stegen ook in het kielzog van de olieprijs.

Daarmee is de stijging van de brede grondstoffenindex grotendeels verklaard, omdat deze twee componenten het gros van de weging van die index voor hun rekening nemen.



Grafiek: Reuters CRB Commodities index, Bron: Bigcharts.

Onderliggend was er wel veel beweging in bepaalde grondstoffen.

Opvallende stijgers waren:

Koper	+ 23%
Platinum	+ 10%
Sojabonen	+ 14%
Cacao	+ 12%

Opvallende dalers waren:

Koffie	- 15%
Tarwe	- 14%

Maïs was erg volatiel als gevolg van speculatie. Eerst werd vanwege anticipatie op toegenomen vraag, samenhangend met het feit dat veel biobrandstoffen tegenwoordig worden gewonnen uit maïs de prijs met meer dan een kwart opgestuwd. Eind maart kwam het nieuws naar buiten dat de wereldwijde oogst voor maïs nog nooit zo hoog zal zijn geweest als de schattingen voor dit jaar.

De prijs van maïs sloot vervolgens weer lager dan de prijs van ultimo 2006.



Grafiek: Corn future Chicago, Bron: Bigcharts

Wij verwachten dat de vraag naar grondstoffen wat zal matigen als gevolg van de te verwachten lagere globale economische groei. Wel kunnen de prijzen relatief hoog blijven als de inflatie op een hardnekkig relatief hoog niveau blijft.

Vastgoed

Onroerend goed fondsen stonden dit kwartaal onder druk. De ontwikkelingen lijken het begin van wat wij al een tijd vrezen, namelijk een flinke correctie van deze sector.

Het begon in de VS. Daar daalden de huizenprijzen en kwam de activiteit in de private bouwsector bijna tot stilstand.

Vervolgens kwamen hypotheekverstrekkers in de problemen en thans lijkt de correctie over te slaan naar andere sectoren en continenten.

In Spanje ziet men dit reeds gebeuren. Daar moeten grote projectontwikkelaars nu zelfs relatief vijf keer meer betalen voor financiering dan de Amerikaanse projectontwikkelaars zoals Centex, volgens persbureau Bloomberg.

Ook de Nederlandse vastgoedfondsen konden het niet droog houden de eerste drie maanden van het jaar.

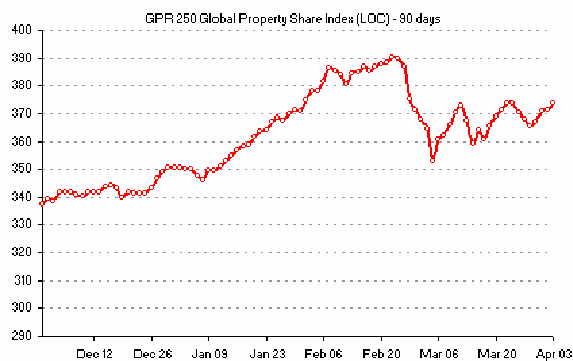
De sector is erg afhankelijk van vreemd vermogen. Als daar meer restricties voor gaan gelden wordt het financieren van onroerend goed de facto duurder.

Daarbij noteert het gros van de ter beurze verhandelende fondsen met een flinke premie ten opzichte van de intrinsieke waarde.

Tevens waren de rendementen van de fondsen die rapporteerden nauwelijks gestegen in 2006, terwijl de koersen dit wel deden.

Opvallend waren ook de uitspraken van de voormalige bestuursvoorzitter en oprichter van Nieuwe Steen Investments, Jo Roelof Zeeman. Hij had namelijk tamelijk onverwachts zijn 17% belang verkocht aan een Israëlische branchegenoot. Op de AVA eind maart sprak hij de aandeelhouders toe en sprak letterlijk over een luchtbel in de koersen van vastgoedfondsen.

De koersen herstelden weliswaar van de dip in februari, maar ons inziens was dit een eerste speldenprik voor wat nog gaat komen.



Onderstaand kunt u ook zien dat het rendement van vastgoed in veel landen niet meer in verhouding staat tot het risico in vergelijking met bijvoorbeeld aandelen.

Spanje spant nogmaals de kroon. Ook kunt u zien dat u aanzienlijk meer risico neemt in Nederlands vastgoed als u het afzet tegen nagenoeg hetzelfde historische rendement op aandelen.



Grafiek: Return/Volatility major countries based on 5 year returns, Bron: Global Property research

Alternatieve beleggingen/Hedgefondsen

U hebt eerder van ons kunnen lezen dat de zogenaamde carry trade voornamelijk door hedgefondsen wordt gehanteerd. De speldenprik werd dan ook veroorzaakt door deze fondsen die hefboom posities gedeeltelijk terugdraaiden.

De invloed van deze fondsen wordt meer merkbaar. Ook vanwege het feit dat hedgefondsen en private equity fondsen vaak over één kam worden geschoren terwijl verschillen aanzienlijk zijn.

Tevens is in maart bekend geworden dat de hedgefondsen de grens van \$2 biljoen aan belegd vermogen hebben overschreden. Dit is een groei van 30% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Het rapport van Hedge Fund Intelligence vermeldt echter niet of dit inclusief hefboom is.

Het lijkt mij van niet want gezien de berekeningen van zakenbank Merrill Lynch bedraagt de omvang van carry trades zo'n \$1000 miljard. De mate van stijging komt toevalligerwijs wel overeen met het groeipercentage van het belegd vermogen van de hedgefondsen.

De hedgefondsen lieten in het eerste kwartaal ook licht hogere rendementen zien.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index

31 March 2007

Month	0.14%
QTD	1.08%
YTD	1.08%
Value	1238.79
2006 Total	11.64%
2005 Total	1.32%

The Blackstone IPO

By Market Poetry

*"You're better off private,"
Schwarzman tells all.
"But for me," he mumbles-
"the IPO does call."
A public Blackstone means the top.
Watch out folks, for the drop.*

Blackstone is één van de grootste Private Equity investeerders wereldwijd.

Onlangs heeft zij aangekondigd naar de beurs te gaan. Dit wordt door sceptici gezien als het begin van het einde qua hausse en doet denken aan wat wij hier in 1999 met de beursgang van World Online hebben meegemaakt.

Eén zo'n scepticus was ook zo vrij om alvast op te schrijven wat er in de begeleidende prospectus zou dienen te staan bij de beursgang. Dit wilden wij u niet onthouden.

ITEM 1. Business

Blackstone (the "Company") is engaged in the business of buying overpriced companies, loading them unsustainably with debt, and then reselling them to the greater fool. Our business is facilitated by low interest rates and inexperienced lenders with quotas to meet. In the current market environment we are pursuing larger, higher profile acquisitions than ever before in order to feed our constantly growing egos. After financially raping our corporate acquisitions, our goal is to pass them on to someone else before problems emerge. We charge exorbitant fees to our limited partner investors that are entirely disconnected to the risk we take and the value we create. Due to our prestige and aura, we are able to offer our investors the opportunity to be associated with our institution and the feeling that they are "in the game," in place of returns truly commensurate with our fee structure. With Mr. Schwarzman's recent appearance on the cover of Fortune magazine and the current private equity hype, there is no better time to sell an interest in the Company. Through obfuscation, legalese, selective non-disclosure, and creating the illusion of impenetrable complexity, we believe we are able to

accomplish an IPO without revealing too many of our secrets. Post-IPO we will continue to run the company for the benefit of management, but that will not be apparent to our bubble-chasing shareholders.

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