

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q1 2008

HET "S" WOORD

Het scenario dat wij ongeveer een jaar geleden begonnen te schetsen, is een feit geworden.

De economische groei is dalende in Europa en Japan en hoogst waarschijnlijk al negatief in de VS, terwijl de inflatie flink stijgt en de groeipercentages ruim overstijgt.

Deze vorm van stagflatie waar de economie mee te kampen heeft kan naar onze mening omslaan in iets dat erger is voor beleggers en ondernemingen.

Dit komt door het feit dat de markt nu te kampen heeft met een opeenstapeling van financiële en economische problemen en er geen huizenmarkt is om op terug te vallen zoals bij de vorige recessie.

Het grootste probleem ligt bij de financiële instellingen. Deze hebben veel te veel hooi op hun vorken genomen terwijl zij de risico's die zij hebben gelopen zwaar hebben onderschat.

Het gevolg is een liquiditeitscrisis die wel aan het overslaan is naar de "reële" economie en de gevolgen moeten nog gevoeld worden. Het IMF spreekt in haar laatste rapport over de ergste financiële crisis sinds de tweede wereldoorlog.

Banken moeten nu boeten voor het slechte beleid en schrijven gigantische bedragen af. Sommigen worden op kosten van de belastingbetaler van de ondergang gered zoals Northern Rock of Bear Stearns. Daarbij vertrouwen ze elkaar niet meer, bang als zij zijn dat er nog meer lijken in de kast van de ander liggen.

De banken worden niet aan hun lot overgelaten dankzij de symptoombestrijding van overheden en centrale banken. De gigantische sommen vers gedrukt geld die zij de markt in pompen ten behoeve van de banken veroorzaken nog meer inflatie. Ondanks dit gigantische aanbod is de hoeveelheid geld die verstrekt wordt niet genoeg om aan de vraag van de banken te voldoen.

Aan de andere kant wordt dit krediet niet gebruikt om de ondernemingen hiermee te dienen maar om hun eigen hachje te redden en de boeken op te schonen. Hierdoor is er minder krediet voorradig voor de economie dan die behoeft.

De geldmarktrente loopt dan ook nog steeds flink op en staat ruim boven de kapitaalmarktrente. Dit betekent weer lagere marges voor instellingen en hogere tarieven voor consumenten.

Een ander probleem dat heerst bij financiële instellingen zijn de onderlinge uitstaande derivatenposities, de zogenaamde Credit Default Swaps. Deze CDS's verzekeren het kredietrisico tussen partijen. De totale uitstaande positie is volgens Bloomberg \$ 45 biljoen groot. Dit is ongeveer 3 keer het BNP van de VS. Deze Swaps zijn nergens genoteerd, niemand weet precies bij wie deze posities uitstaan, en zij bieden geen echte financiële garantie.

De gevolgen kunnen al dramatisch zijn als, zeg maar, 10% van deze Swaps niet meer betaald kunnen worden.

Banken dienen normaal gesproken als smeermiddel voor de economie te fungeren maar dit smeermiddel is te duur en van te slechte kwaliteit om een recessie te kunnen voorkomen.

Dit zal gevolgen hebben voor het bedrijfsleven en vervolgens weer voor de consument.

Uiteindelijk zullen de consumenten, zoals altijd, moeten opdraaien voor de kosten en de verspilling die is veroorzaakt. En juist deze consument is van wezenlijk belang voor de mondiale economische groei.

Wij zijn dus niet van mening dat deze financiële crisis niet zal overslaan naar de reële economie zoals vele deskundigen en zelfs onze minister van financiën ons willen doen geloven.

De belangrijkste consument in deze, de Amerikaanse, bepaalt voor twee derde het bruto nationaal product van de VS. Dit product bepaalt op zijn beurt weer voor 40% het globale product.

Wij hebben u nog in onze vorige *KwartaalVisie* voorgerekend wat 1% minder groei in de VS bijvoorbeeld voor de Chinese export zal betekenen.

Deze consument ziet de waarde van zijn onroerend goed dalen, en kan dit niet meer als pinautomaat gebruiken om auto's, vakanties of andere uitgaven te bekostigen.

Daarbij stijgen de prijzen voor gezondheidszorg, benzine, en voedsel flink.

Bovenop dit alles, nemen de werkloosheidsaanvragen weer toe en is er weinig tot geen krediet meer te krijgen.

Hierbij negeren wij gemakshalve de miljoenen huishoudens die thans persoonlijk failliet verklaard worden.

Er is dus geen rek meer te vinden bij de consument. De laatste statistieken tonen reeds een daling van de bestedingen in de VS aan en de verwachtingen van deze consumenten zijn in 35 jaar niet zo laag gestemd geweest, volgens het laatste onderzoek naar het consumentenvertrouwen.

Het contrast is dan ook groot en opvallend te noemen. In de VS is men manisch depressief aan het worden terwijl hier in Europa de werkloosheid op een historisch dieptepunt noteert en de bedrijven nog recordwinsten rapporteren.

Toch zullen ook wij verkouden raken als Amerika niest. Zou luidt het oude gezegde en wij geloven niet dat het deze keer toch anders zal zijn.

De schade voor het bedrijfsleven valt nu nog reuze mee. De gerapporteerde winsten vallen (afgezien van die van de financiële instellingen) per saldo mee en er zijn relatief weinig winstwaarschuwingen te noteren.

De balansen van de bedrijven zijn een stuk beter dan vlak voor de vorige beurscrisis van 6 jaar geleden en kunnen dus een stootje hebben.

Toch zijn de consensus verwachtingen voor de winstgroei van deze bedrijven nog steeds

hoog gestemd. Zeg maar gestemd voor gematigde groei. Mocht deze groei van de winst de facto uitblijven, wat wij dus verwachten, dan zijn aandelen te hoog gewaardeerd en dient dit nog verdisconteerd te worden.

Historisch gezien is dit ook te verklaren, omdat analisten en ondernemers van nature positief zijn en altijd achterlopen met het aanpassen van de winstramingen.

Ten tijde van de vorige crisis begon het pessimisme juist bij de ondernemers en niet bij de consumenten. Thans is dit geheel omgedraaid.

Men zou kunnen denken dat de ondernemer oftewel het bedrijfsleven er een betere kijk op heeft dan de consument. Wellicht is dat zo, maar het belang en de invloed op de economie van deze consument dienen wij nogmaals niet te onderschatten.

De bedrijven kunnen blijven produceren en de hogere kosten trachten door te berekenen op de consument, maar als deze de hand op de knip houdt dan kunt u de gevolgen wel raden.

Het proces van hand op de knip houden en de broekriem aantrekken is nu net begonnen en ons inziens komt de recessie er dus nog aan, terwijl wij wel reeds het ergste van de kredietcrisis met als symbolisch dieptepunt de redding van Bear Stearns gehad hebben.

Dit betekent overigens niet dat er geen afschrijvingen op sub-prime hypotheek leningen meer zullen komen. Eerder dat deze meer en meer voor kennisgeving zullen worden aangenomen.

Er gonst alweer een ander woord op Wall Street. De Conduit. Deze instellingen geven schuld uit met als onderpand effecten. Deze schulden zijn weer verzekerd door de zogenaamde monolines zoals AMBAC en MBIA.

Nu dreigen deze monolines hun hoogste kredietwaardigheid te verliezen.

Als dat gebeurt, zijn de verzekeringen niets meer waard en zien wij een nieuwe ronde van afschrijvingen die qua bedrag ongeveer hetzelfde is als wat op sub-prime leningen is afgeschreven.

Zelfs de prime hypotheek leningen (dus die van redelijke debiteuren die op zich een hypotheek zouden kunnen betalen) worden nu afgewaardeerd. De volgende ronde zal waarschijnlijk creditcard leningen en auto leningen betreffen.

Aandelen

Het was een uitermate slecht kwartaal voor aandelen. Gek genoeg viel de schade in het land waar de kern van het grootste probleem zit wel mee met een daling van circa 8%. Echter als men de waardedaling van de dollar meerekent dan komt de schade uit op min 15%.

Dit is ook de schade voor de AEX-index het afgelopen kwartaal. Overigens valt dit nog mee, als men kijkt naar de schade op de opkomende beurzen.

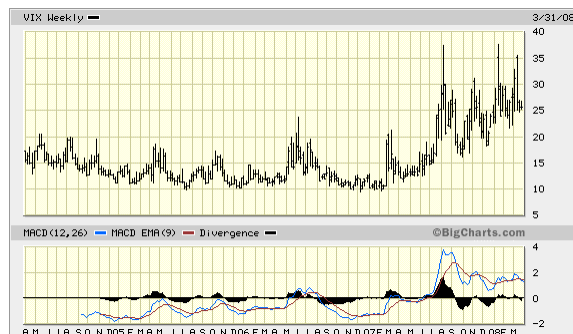
China bijvoorbeeld, het land waar u volgens vele deskundigen moest beleggen, daalde met meer dan 30% het afgelopen kwartaal, en dit is gemeten in lokale valuta die gekoppeld zijn aan de dollar.

MSCI Indices

In Euro

Name	3/31/2008	QTD	YTD
EMU	114.075	-16.40%	-16.40%
EURO	1,102.410	-16.83%	-16.83%
EUROPE	106.785	-16.20%	-16.20%
FAR EAST	98.114	-16.65%	-16.65%
G7 INDEX	87.183	-16.79%	-16.79%
NORDIC COUNTRIES	177.539	-13.89%	-13.89%
NORTH AMERICA	82.671	-16.52%	-16.52%
PACIFIC	111.181	-17.26%	-17.26%
PAN-EURO	1,025.860	-16.63%	-16.63%
THE WORLD INDEX	92.630	-16.52%	-16.52%

De volatiliteit, oftewel de paniekmeter steeg ook flink en vertoonde zelfs een grillig en zeer beweeglijk beeld. Deze grilligheid zal ons inziens nog wel een kwartaal duren.



Grafiek: VIX index, Bron: Bigcharts

Aandelen met een grotere marktkapitalisatie hadden doorgaans minder last van de malaise. Het waren voornamelijk de small caps die te lijden hadden vanwege illiquiditeit en veel aanbod. Hierdoor daalden de koersen van deze bedrijven veel harder dan de grote broers die in de hoofdindices zijn vertegenwoordigd. Alhoewel de waarderingen van deze small caps aantrekkelijk ogen zal het probleem van illiquiditeit aanhouden zolang de kredietcrisis voortduurt. Zoals u in eerdere *KwartaalVisies* hebt kunnen lezen hebben wij dan ook onze focus in aandelen verlegd van small en midcaps naar de large caps. Dit betekent dat wij het gros van onze belangen in deze kleine bedrijven hebben afgebouwd en selectief de grotere bedrijven daarvoor terug kopen.

Op lange termijn echter zullen de waarderingen van de small caps te aantrekkelijk blijken om te negeren. Zeker als men de ondernemingen er uit kan pikken die een sterke balans hebben, veel dividend uitkeren, een hogere boekwaarde dan de koers hebben en in kleine mate kwetsbaar zijn voor de mondiale crisis die nu heerst. Het probleem is nu dat deze ondernemingen mee dalen terwijl daar op zich niet veel aanleiding toe is.

Obligaties

Beleggers in Staatsobligaties hebben na jaren van negatief rendement een goed kwartaal gehad.

Bedrijfsobligaties bleven in rendementsontwikkeling sterk achter bij de Staatsleningen. Dit werd mede veroorzaakt door de kredietcrisis en het algehele wantrouwen in de markt en in sommige sectoren en bedrijven.

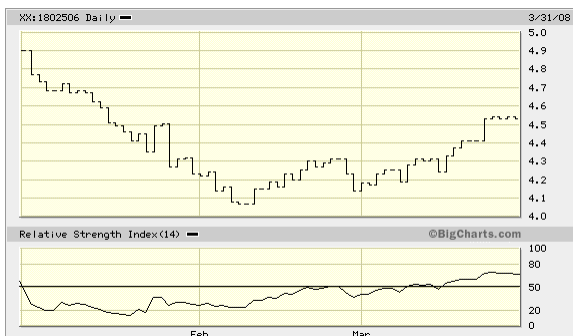
Lehman Euro Aggregate Index

Performance 31 march 2008

Period	Total Return
Month	-0.77%
YTD	1.84%
2007	1.45%
2006	-0.03%
2005	4.81%
2004	7.37%

Het zal u, gezien de malaise op de aandelenmarkten en de ongekende serie renteverlagingen in de VS, niet verbazen dat de kapitaalmarktrente in de VS flink daalde. Ook in de EU-zone daalde deze, maar wel in mindere mate. De ECB wil voornamelijk geen gehoor geven aan de roep van de bankiers om de rente te verlagen. De inflatie is te hoog vinden zij en in tegenstelling tot de FED in de VS laat de ECB zich niet leiden door de roep van de banken en voert zij haar taak om prijsstabiliteit te waarborgen een stuk beter uit. Wel heeft de ECB, net als de centrale bank van Japan, met de FED meegedaan aan het pompen van honderden miljarden euro's in het bancaire systeem.

Wel verwachten wij later dit jaar dat ook in de EU en in Japan het discontotarief zal worden verlaagd.



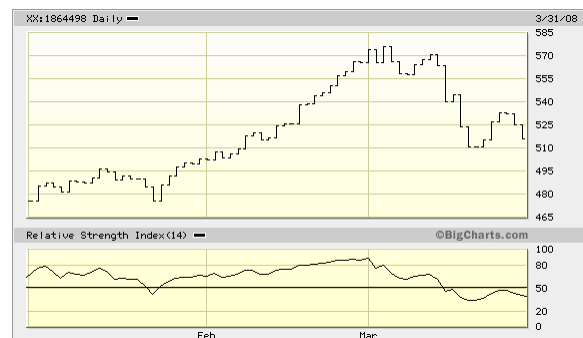
Grafiek: Kapitaalmarktrente EU-Zone, Bron: Bigcharts



Grafiek: Kapitaalmarktrente VS, Bron: Bigcharts

Grondstoffen en edelmetalen

Vrijwel alle grondstoffen en edelmetalen werden duurder in het eerste kwartaal van dit jaar. Echter in de laatste maand van het kwartaal trad er een correctie op.



Reuters CRB Commodities index, Bron: Bigcharts

Achteraf, mede gezien vanuit de verwachting dat de mondiale groei zal temperen en derhalve de vraag naar grondstoffen zal dalen, is de correctie te verklaren.

Er zit voorts nog steeds veel speculatie op hogere prijzen in de grondstoffen. Insiders schijnen nu samen met beleggers die hefboomen afbouwen posities in deze activa af te bouwen.

Zelfs Goud, dat populair is in tijden van onzekerheid en hoge inflatie, is vanaf de top zo'n 15% gecorrigeerd.

Deze sector blijft een overspannen indruk maken en wij denken, zoals wij in onze vorige KwartaalVisie hebben beschreven, dat deze correctie nog niet ten einde is.

Vastgoed

De Europese vastgoedsector deed het relatief goed in het eerste kwartaal van dit jaar.

Toch liet de EPRA wereldvastgoedindex een daling zien van 13%.



Tot nu toe is commercieel vastgoed nog geen veilige haven gebleken tegen de malaise in de financiële markten.

Wel zijn de waarderingen van de belangrijkste vastgoedfondsen relatief gunstiger geworden. De premies in de koersen ten opzichte van de intrinsieke waarden van het onderliggend vastgoed zijn gedaald. In ons stagflatoir scenario past vastgoed als belegging. Echter tot op heden vonden wij deze sector overgewaardeerd. Thans lijkt de sector weer aantrekkelijk en kan, uit oogpunt van spreiding en het feit dat vastgoed doorgaans als veilige haven in tijden van onrust fungeert, een positie in deze sector weer worden ingenomen.

Ook zullen de rentedalingen deze sector een steun in de rug geven.

Hedgefonds en alternatieve investeringen

Tot nu toe was de berichtgeving over hedgefonds die in de problemen kwamen beperkt tot fondsen uit het buitenland. Na het op slot gooien van het fonds Spirit Aim, en de berichtgeving over een fonds van durfinvesteerder/hedge fund Carlyle Capital dat op Euronext is genoteerd en niet meer aan haar verplichtingen kon voldoen, is het nu de beurt aan het meest gerenommeerde fonds van Nederland, het Global Opportunities Fund.

Ook dit fonds heeft de deuren voor uittreeders moeten sluiten en wel tot eind van dit jaar.

De reden is dat er momenteel veel beleggers zijn die uit het fonds willen stappen en als de beheerders hieraan gehoor zouden geven dan werden zij gedwongen illiquide posities tegen afbraakprijzen te verkopen. Dit zou op haar beurt de zittende participanten onevenredig schaden. De koersen van deze illiquide beleggingen zijn al flink gedaald en het fonds, dat sinds oprichting in 2000 al meer dan 350% rendement behaalde, heeft het afgelopen kwartaal 17% verloren.

Het opschorten van uittreeders is in deze situatie en de huidige markt verklaarbaar en logisch. Het fonds heeft op zich genoeg liquiditeiten om de eerdere verzoeken tot uittrekking te kunnen honoreren zonder de zittende participanten te schaden. Toch sprak het Financieele Dagblad over een mogelijk omvallen van het fonds. Dit is ons inziens tendentieuze berichtgeving.

Wij zijn zelf aanwezig geweest op de gehouden participantenvergadering en ondanks het feit dat het fonds moeilijkheden kent is de structuur, het management, en het beleggingsbeleid van dien aard dat wij vertrouwen in het fonds blijven houden.

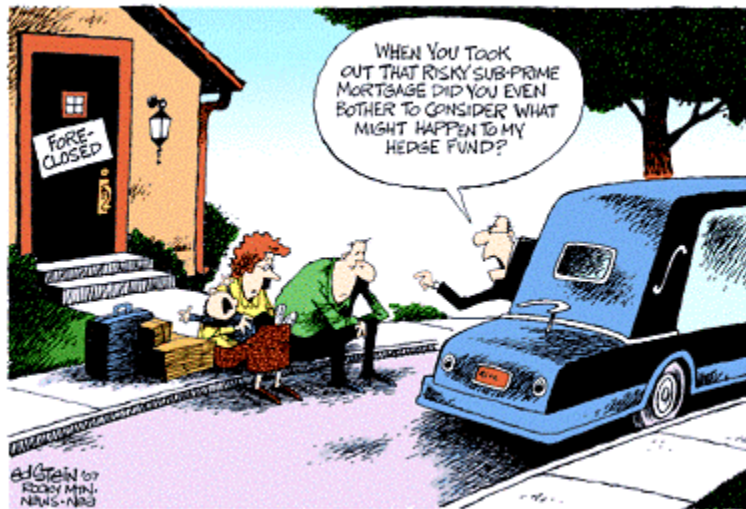
Het fonds belegt niet met geleend geld zoals Spirit Aim wel doet, en heeft nogmaals meer dan € 300 miljoen aan liquiditeiten, terwijl het fonds circa € 530 miljoen groot is.

Wel is het fonds sterk onderhevig aan de heersende illiquiditeit in small caps.

Onderstaand treft u het overzicht aan van de prestaties in deze gehele beleggingscategorie over het eerste kwartaal.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index 31 March 2008

Month	-2.14%
QTD	-2.47%
YTD	-2.47%
Value	1,227.01
2007 Total	2.66%
2006 Total	6.73%
2005 Total	1.84%



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