

IN 2007 ALLES BIJ HET OUDE?

2006 was wederom een mooi jaar voor de financiële markten. Weliswaar was het jaar qua rendement op aandelen niet zo mooi als 2005, maar gemiddelde rendementen van 10% zijn best fraai te noemen.

Onder aanvoering van grote hoeveelheden liquiditeiten en een positief sentiment stegen de toonaangevende indices naar niveaus die wij in jaren niet gezien hebben. De Dow Jones wist zelfs een historisch hoogtepunt te bereiken en nagenoeg alle vooraanstaande aandelenindices zijn hersteld van de gebarsten internetballon in de periode 2000-2003.

Onze eigen AEX index blijft opvallend genoeg wel achter en staat nog 200 punten van het hoogtepunt verwijderd.

Het lenen van goedkoop geld, waarmee men met 'leverage' bedrijven kon opkopen, is een ware trend geworden in 2006. Daarnaast konden op deze wijze activistische beleggers grotere belangen dan anders in bedrijven opbouwen en hiermee grotere invloed op het bestuur trachten uit te oefenen.

Het goedkope geld heeft zelfs geleid tot een nieuw record in fusies en overnames wereldwijd. De verwachting heerst dat 2007 het vorig jaar in fusies en overnames zal overtreffen.

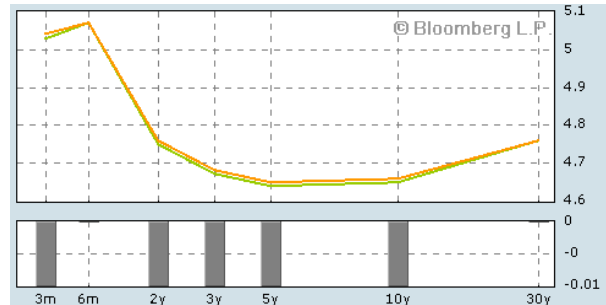
De beursgenoteerde ondernemingen lieten over het algemeen spectaculaire winstspelingen zien.

De economische groei in Amerika is thans aan het verzwakken na een percentage van bijna 6% in het tweede kwartaal van 2006 te hebben behaald. De Japanse groei viel wat tegen en de Europese economie lijkt klaar voor een snelle groei in 2007.

De serie renteverhogingen in de VS lijkt tot een voorlopig einde te zijn gekomen, in tegenstelling tot Europa en Japan waar het beeld gematigd opwaarts is gericht.

De rentecurve in de VS is meer invers geworden, en die van Europa laat hetzelfde

beeld zien met enige vertraging, net zoals de conjunctuur trouwens.



Grafiek: Rentecurve in de VS, Bron: Bloomberg

Al met al was het qua wereldeconomie op het eerste gezicht een fraai beeld. De gevreesde stijging van de inflatie viel achteraf ook mee dankzij de renteverhogingen.

Veel particuliere beleggers hebben de weg naar de beurs weer gevonden, na jaren van afwezigheid na het uiteenspatten van de internetbubbel. Er vloeide dus al met al veel nieuw geld naar de financiële markten en het sentiment was en is nog steeds uitmuntend te noemen.

De algehele verwachting is dat de wereldeconomie na vier jaar van groeiherstel en bovengemiddelde groei terecht zal komen in de zogenaamde 'mid cycle dip'. Daarbij kunt u denken aan een groeitempo dat lager ligt dan voorheen maar de wereldeconomie zal niet in een recessie terechtkomen. Na deze periode van tijdelijke zwakte zal de economie qua groei weer aantrekken tot de gehele cyclus, die gemiddeld zo'n tien jaar duurt, weer rond is.

Per saldo worden de volgende mondiale kernvariabelen verwacht:

	BBP groei
VS	2.2%
Eurozone	2.4%
Japan	1.3%
Azië ex Japan	8.1%
Latijns Amerika	4.3%
Centraal/Oost Europa	5.4%
Wereld	4.5%

	Inflatie
VS	1.7%
Eurozone	2.1%
Japan	0.7%
	Officiële Rentetarieven
VS	4.5%
Eurozone	4.0%
	Wisselkoersen
USD per EUR	1.45
JPY per USD	108

In tegenstelling tot vorig jaar waar analisten en strategen verdeeld waren over 2006, zijn de huidige voorspellingen voor 2007 louter positief.

Business Week, bijvoorbeeld publiceerde naar aanleiding van haar peiling onder 80 analisten, dat 89% daarvan erg positief gestemd is voor 2007.

De laatste keer dat zij dit soort enthousiasme hadden gemeten was eind 2000. Dit ging vooraf aan twee dramatische beursjaren.

De Postbank houdt een barometer bij die het sentiment van particuliere beleggers meet. Deze barometer staat ook op "zeer optimistisch" voor de komende tijd.

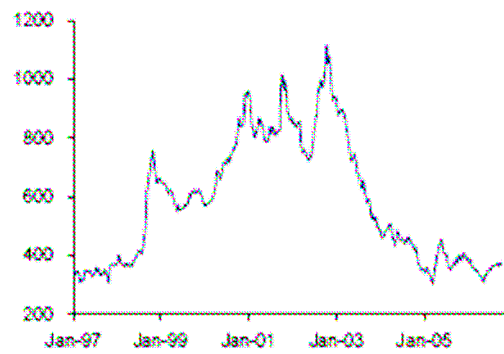
Het lijkt dan ook wel of de angst die onder beleggers nog niet zo lang geleden regeerde, volledig is omgeslagen in hebzucht.

Wij houden overigens zelf ook een beursbarometer bij om het sentiment van de financiële markten te meten en passen het toe bij ons risicomanagement.

Wij houden relaties hiervan periodiek op de hoogte en geven tekst en uitleg. Mocht u dit gratis en vrijblijvend willen ontvangen kunt u contact met ons opnemen.

Een illustratief voorbeeld voor de verdwenen angst in de markt, is de risicopremie die men betaalt op obligaties. Het verschil in rendement op Staatsobligaties versus bedrijfsobligaties is thans erg klein.

High Yield Spread Against Treasuries



Source: CreditSuisse

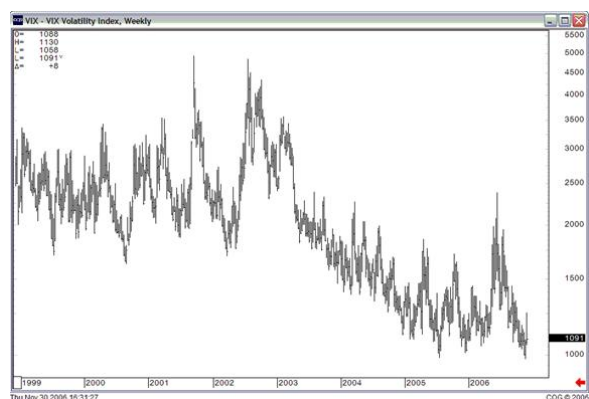
Beleggers betalen dus nauwelijks meer premie voor een risicovollere obligatie. Voor de zogenaamde High Yield obligatie is het surplus slechts 4%

Econoom en Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz merkte onlangs op dat het grootste risico dat de wereld vandaag kent de mogelijkheid is dat de risicopremies weer terug keren naar normale waarden.

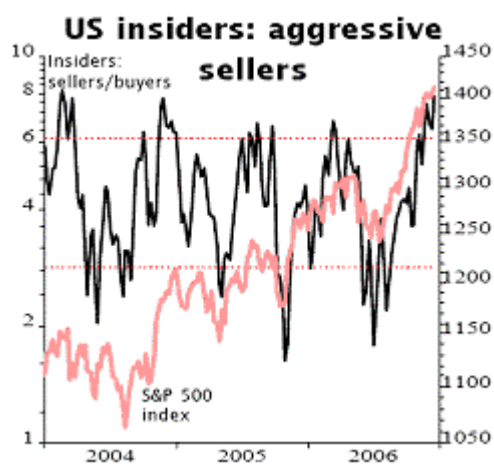
Een ander illustratief voorbeeld voor de afwezigheid van angst onder beleggers is de Volatiliteit ofwel de beweeglijkheid van de aandelen.

De zogenaamde VIX index is weer op haar historisch dieptepunt van nabij de 10 beland in december. De VIX index wordt ook niet voor niets de angstmeter genoemd. Hoge waarden van de index reflecteert grote angst in de markt en omgekeerd.

In de periode vlak na de aanslagen in de VS op 11 september 2001 stond de VIX index op circa 48 punten.



Het slimme geld daarentegen, en dan heb ik het over insiders die handelen in aandelen van het eigen bedrijf of de onderneming die zij besturen, laat een geheel ander beeld zien. Zij zijn druk aan het verkopen geslagen op een manier die wij ook in jaren niet gezien hebben. Dit geeft te denken. Op basis van de mate van aandeleninkoopprogramma's, overnames, en leveraged buy outs zou men kunnen stellen dat de beurs goedkoop zou moeten blijken. Waarom gebeurt dit dan met andermans geld? De insiders die bij diezelfde ondernemingen werken en deels eigenaar ervan zijn, verkopen juist hun aandelen.



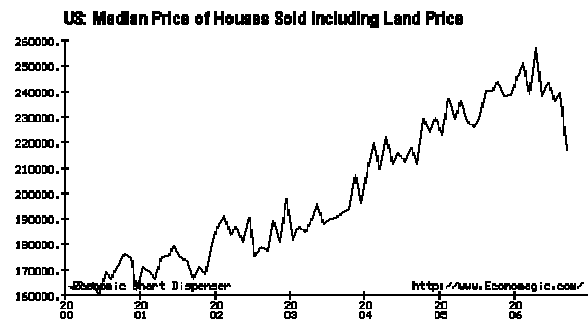
Dit alles illustreert dus nogmaals hoe rustig en zelfgenoegzaam de markt nu is. Beleggers nemen meer risico dan zij normaliter zouden nemen.

Wij zien op dit moment geen kentering in dit patroon.

Tegelijkertijd nemen de voortschrijdende fundamentele risico's toe. Activa waarin men kan beleggen zijn niet meer goedkoop te noemen. Aandelen zijn thans bijna geprijsd voor perfectie.

Met andere woorden, het sentiment en de trend van de aandelenmarkten zijn erg vriendelijk terwijl tegelijkertijd de economische fundamentele risico's groter worden.

Het grootste risico behelst de Amerikaanse huizenmarkt. Deze maakt thans een sterke correctie mee.

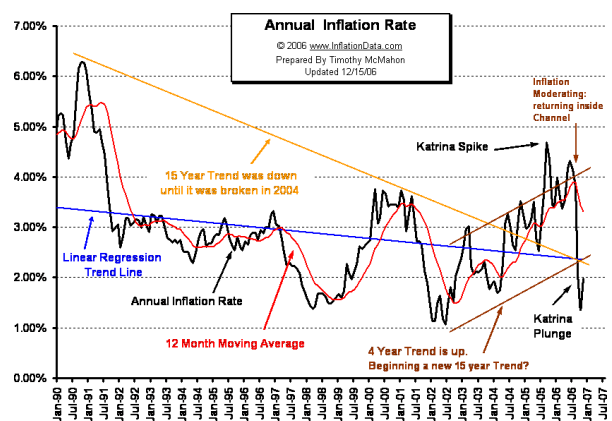


10 van de elf keren sinds de Tweede Wereldoorlog dat de Amerikaanse huizenmarkt een flinke correctie onderging is de Amerikaanse economie in een recessie beland. De invloed van de daling moet nog tot uitdrukking komen in de Amerikaanse consumptie en vervolgens de groei. Omdat wij in onze vorige KwartaalVisie hier uitgebreid over hebben geschreven verwijs ik u voor meer informatie naar onze vorige publicatie.

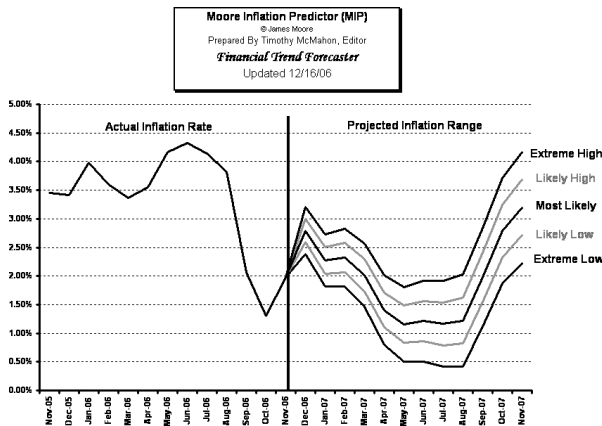
De hamvraag hier is echter of wij het ergste achter de rug hebben of niet.

Een ander risico is de mogelijkheid dat de inflatie in de VS toch weer oploopt. Dan heeft de Federale Bank geen ruimte meer om de rente te verlagen en hiermee de huizenmarkt te ondersteunen en de economie een impuls te geven.

De inflatie is namelijk weer flink gedaald naar onder de 2% zoals de onderstaande grafiek laat zien.



De Moore Inflation Predictor© toont echter weer aan dat de inflatie eind 2007 toch weer hoger zal uitkomen dan ultimo 2006. Wel zal de inflatie eerst verder dalen.



Deze indicator kent volgens de bedenker ervan een accuraatheid van 97% ten aanzien van de richting van inflatie en kent een 90% accuraatheid ten aanzien van het tijdstip.

Ook hier hebben wij in de vorige KwartaalVisies uitgebreid over gefilosofeerd en derhalve zal ik hier niet lang bij stilstaan.

Onzekerheid over de huizenmarkt en/of inflatie kan voor terugkerende angst in de markt zorgen.

De financiële markten zijn ons inziens ook te optimistisch over de groei van de wereldeconomie. De winstontwikkeling van bedrijven in 2007 zou wel eens kunnen teleurstellen na de te verwachten mooie cijfers over het vierde kwartaal die binnenkort gaan komen.

Als de onzekerheid toeneemt, mag men in dat klimaat ook hogere risicopremies verwachten op aandelen en obligaties.

Ondanks het feit dat het sentiment goed is en aandelen niet overdreven hoog zijn gewaardeerd, zal de basis voor ons beleggingsbeleid voor het komende jaar een conservatieve benadering kennen.

Aandelen

Zoals voorspeld bleken aandelen het beste activum om in te beleggen in 2006.

Onderstaand ziet u hoe de regionale indices hebben gepresteerd in 2006.

In Euro			
Name	12/31/2006	QTD	YTD
EMU	129.560	7.33%	18.97%
EURO	1,238.310	6.81%	17.76%
EUROPE	127.335	6.74%	16.49%

FAR EAST	132.155	1.90%	-3.94%
G7 INDEX	110.097	2.96%	3.51%
NORDIC COUNTRIES	192.440	13.10%	22.01%
NORTH AMERICA	103.906	2.07%	1.39%
PACIFIC	143.915	3.46%	-1.22%
PAN-EURO	1,214.440	6.17%	15.28%
THE WORLD INDEX	114.885	3.77%	5.51%

De sectoren die wij een jaar geleden kansrijk achtten deden het daadwerkelijk goed in 2006. Voorts deden de destijds door ons minder aantrekkelijk geachte sectoren het inderdaad slechter dan het gemiddelde.

Wij waren voornamelijk vast op Financiële waarden, Energie en Olie gerelateerde bedrijven en Nutsbedrijven.

Gek genoeg denken wij dat het beeld in 2007 juist omgekeerd zal zijn.

De destijds als minder kansrijk geachte sectoren zoals Telecom, Voeding en Dranken kunnen het dit jaar beter doen dan het marktgemiddelde. Daarbij willen wij Gezondheidszorg als kansrijke sector toevoegen.

De winstontwikkeling van bedrijven was in 2006 erg goed te noemen. Het zal dan ook in het licht van afzwakkende economische groei moeilijk worden dit in 2007 te verbeteren, terwijl 9% winstgroei wordt verwacht in 2007 (Bron: IBES).

Wij verwachten dat de winstmarges zullen dalen. De flinke omzetgroei van de afgelopen jaren ging gepaard met gematigde loonontwikkeling. Wij verwachten dat de factor arbeid qua kosten in 2007 meer zal snoepen van de winstmarges.

Wel verwachten we een toename van de bedrijfsinvesteringen in 2007, nu de bedrijven 'lean and mean' genoeg zijn en weinig meer op kosten kunnen besparen.

Obligaties

Obligatiebeleggers kenden minder vreugde dan aandelenbeleggers in 2006.

In Euroland steeg de kapitaalmarktrente van circa 3.25% naar circa 4.3%



Grafiek: Eurokapitaalmarktrente, Bron: Bigcharts

In de VS daalde deze licht maar gooide de daling van de dollar roet in het eten voor Europese beleggers.



Grafiek: Kapitaalmarktrente VS. Bron: Bigcharts

De koersdalingen van de obligaties werden net aan gecompenseerd door de couponbetalingen en dus hield men weinig over aan obligaties in 2006.

MSCI Euro Credit Bond Index

Performance 2 January 2007

	Total		
Period	Return	Price Appr.	Int. Return
Month	0.07%	0.05%	0.02%
YTD	0.07%	0.05%	0.02%
2006	0.09%	-4.05%	4.14%
2005	4.28%	-0.04%	4.32%
2004	7.63%	2.87%	4.77%



Grafiek: koersontwikkeling MSCI Euro Credit Index.

De toegenomen inflatie en dus de gestegen kapitaalmarktrente waren debet aan het matige obligatiejaar.

Dit jaar verwachten wij dat de inflatie pas in de tweede helft van het jaar weer zal toenemen.

Of het in 2007 een beter jaar zal worden voor obligaties hangt af van het sentiment op de aandelenmarkt en de richting van de officiële rentetarieven. Als deze zo blijft als het nu is verwachten wij weinig verandering.

Wel verwachten wij dat de credit spreads zullen gaan oplopen in 2007 en het raadzaam is te beleggen in obligaties met de beste kredietwaardigheid (AAA of AA rating). In dat segment zal onze voorkeur uitgaan naar Staatsobligaties boven bedrijfsobligaties. Dit komt door het feit dat de flink gestegen aandeleninkoopprogramma's van bedrijven ten laste gaan van de kaspositie van de bedrijven en op het conto komen van de obligatiehouders. Hierdoor zal de kredietwaardigheid van de bedrijven verslechteren en rechtvaardigt dat het huidige lage surplus aan rendement boven Staatsobligaties niet.

Grondstoffen en Edelmetalen

De grondstoffen en edelmetalen waren ook in trek in 2006. Goud steeg in dollars uitgedrukt met 23% en Zilver steeg maar liefst met 45%. Ruwe olie daalde tegen de verwachting in licht in 2006 in dollars uitgedrukt en met meer dan 10% in euro's uitgedrukt.

Het hele mandje van grondstoffen, ofwel de CRB index liet wel een fraaie stijging zien en is



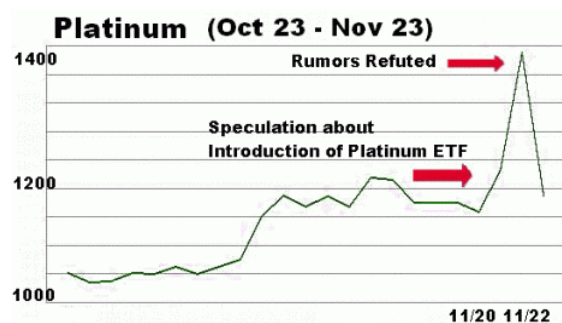
volledig hersteld van de correctie van mei/juni en september.

Deze sector profiteerde net als vorig jaar van de toenemende vraag naar grondstoffen van opkomende economieën als India en China.

Daarbij droeg de introductie van Grondstoffen en edelmetaal trackers of ETF's aanzienlijk bij tot speculatie en flinke koersstijgingen.

Een mooi voorbeeld hiervan was de introductie van de Zilver tracker in april 2006. Toen Barclays aankondigde een dergelijke tracker te introduceren steeg de prijs van Zilver met 11% op die dag. Dat was de grootste stijging op één dag in tien jaar tijd.

In november ging er een gerucht over de introductie van een Platinum tracker. Uiteindelijk is deze destijds niet geïntroduceerd maar het gevolg voor de koers op die dag kunt u onderstaand fraai zien. Eerst een stijging van 15% om vervolgens de grootste daling in 20 jaar op één dag mee te maken.



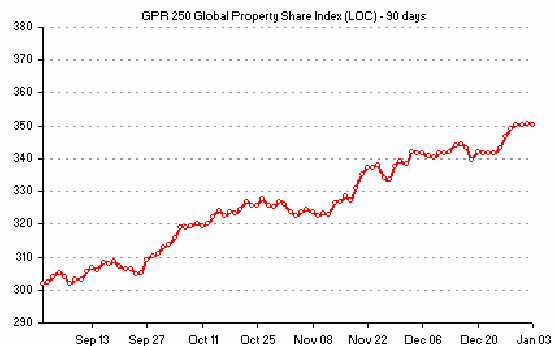
Zoals in ons vorig schrijven zijn wij voornemens de weging die wij hebben in deze sector af te bouwen. Dit zullen wij dit kwartaal gaan doen. In het licht van een lagere consumptie, een afkoelende Amerikaanse economie en voorlopig lage inflatie, zal de vraag naar grondstoffen en derhalve ook de prijzen ons inziens in 2007 dalen.

Aandelen die in deze sector opereren zoals mijnbouw aandelen, of energieproducenten zullen enkel op basis van consolidatie aantrekkelijk blijken in 2007.

Vastgoedfondsen

Ondanks de grote leegstand van kantoren en winkels, de gestegen rente en betaalde premies voor vastgoedfondsen heeft er nog steeds geen serieuze correctie plaatsgevonden in deze sector. De behaalde rendementen van de vastgoedfondsen en de koersontwikkeling waren wel aanzienlijk minder dan in 2005.

Vooral het laatste kwartaal was erg goed zoals u onderstaand kunt zien.



Toch hebben de stijgingen van de koersen in combinatie met een lager direct rendement ertoe geleid dat het dividendrendement op vastgoedfondsen bij gelijkblijvende omstandigheden amper hoger is dan het rendement op bedrijfsobligaties.

Hierdoor verwachten wij dat er in 2007 minder kapitaal naar deze sector zal vloeien.

De vraag naar kantoren en winkels neemt in Europa wel weer toe als gevolg van het aantrekken van de economische groei. In de VS zien wij thans samen met de afzwakkende economie en correctie in de huizenmarkt ook een daling van de vastgoedfondsen.

Wie hoge rendementen in deze sector zoekt kan dit het beste in Azië vinden menen wij.

Echter, zoals recentelijk gezien in Thailand, blijven beleggingen in deze regio, en dan zeker in het onroerend goed segment, erg speculatief.

Mijdt directe beleggingen en kies voor een goed gespreid beleggingsfonds.

Alternatieve Beleggingen/Hedgefonds

Hedgefonds zijn in 2006 veel in het nieuws geweest. Niet vanwege de uitstekende rendementen zoals in de jaren daarvoor, maar vanwege hun bemoeienis met bedrijven en de roep om meer toezicht op hedgefonds.

Ook het debacle van Amaranth, (zie onze vorige *KwartaalVisie*) en het omvallen van Refco waren opvallend nieuws.

Nu zijn hedgefonds in feite een verzamelnaam voor alle beleggingstrategieën die anders zijn dan de traditionele vorm van het houden van een aandeel. Om alle verschillende strategieën de revue te laten passeren is haast onbegonnen werk.

Wel ziet u in onderstaand tabel hoe alle verschillende strategieën, vertegenwoordigd in een brede index hebben gepresteerd.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index

31 December 2006

Month	1.41%
QTD	4.61%
YTD	6.73%
Value	1225.52
2005 Total	1.32%

Ook deze sector kreeg veel kapitaalinstroom in 2006. \$110 miljard om precies te zijn.

Wij beschouwen deze sector als een welkome aanvulling in een goed gespreide portefeuille.

Wel is het zaak door toedoen van de toegenomen belangstelling het kaf goed van het koren te scheiden.

The Coming Stock Market Bubble Burst

*I told a friend two years ago
That real estate's a bubble.
"I know," he said, "but what the heck,
I'll scoot before there's trouble."
Alas, he stuck around too long,
He wanted to hit top;
Now he sings a pauper's song,
His losses just won't stop.*

*I'm telling you today, my friend,
With stock's still flying high,
This market's gonna crash quite soon,
Though I'm not sure just why.
It might be war, or debt, or oil,
The tripper? Take your pick.
I can't predict exactly but...
I'm saying: "Get out quick."*

©2006 Michael Silverstein

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