

2008

EERST HET ZUUR DAN HET ZOET

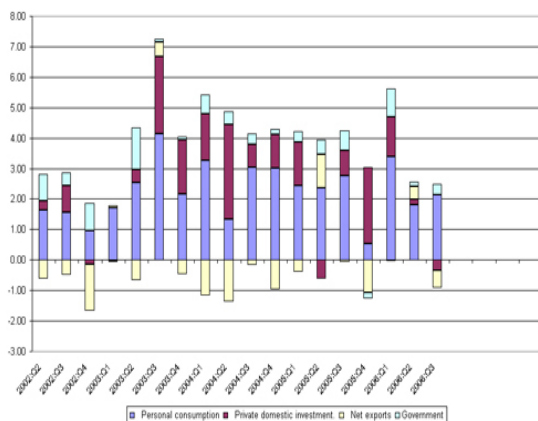
De ultimostanden van vele indices zullen wellicht de indruk niet wekken maar het is een zeer turbulent jaar geweest op de financiële markten. Het venijn zat in de staart van het jaar.

De meeste problemen waar de financiële markten mee te kampen hebben zijn uiteindelijk uitgebreid aan bod gekomen middels dikke koppen in de kranten en werden tijdig beschreven in onze eerdere *KwartaalVisies*.

Wij zullen deze dan ook niet nogmaals de revue laten passeren. Gedane zaken nemen geen keer, zeiden zij op Beursplein vijf toen er nog hoekmannen waren.

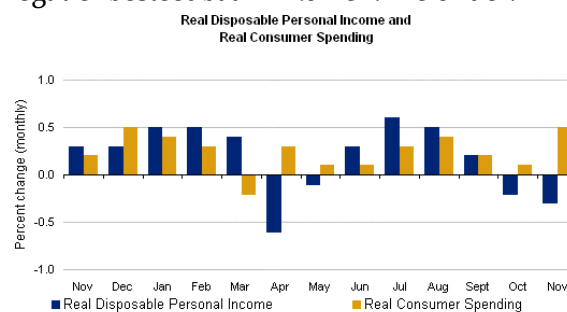
Er zijn echter nog steeds zaken die nog niet gedaan zijn en die de komende tijd nog voor onrust kunnen zorgen.

De grootste dreiging voor dit jaar ligt bij de Amerikaanse consument. Dankzij jarenlang kwistig uitgeven heeft de wereldeconomie kunnen profiteren. De belangrijkheid van deze consument dient niet onderschat te worden. Deze Amerikaanse consumenten bepalen door consumptie voor 70% de economische groei aldaar. Nu vraagt u zich af wat wij daarmee te maken hebben. Indirect veel want de globale economie wordt op haar beurt weer voor 40% bepaald door de Amerikaanse.



Grafiek: de determinanten van BNP van de VS, Bron: Seeking Alpha

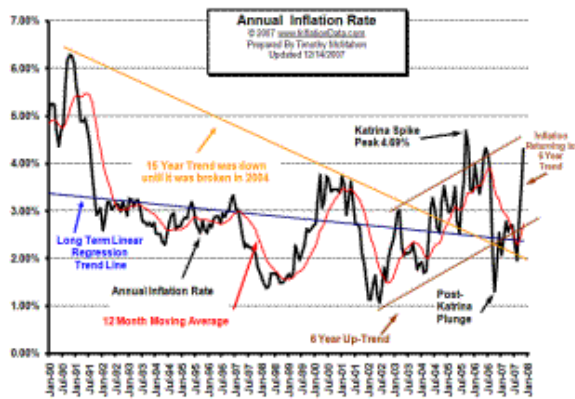
De rek qua groei van de consumptie lijkt er inmiddels uit in de VS. De overwaardes van de huizen kunnen niet meer gebruikt worden. Leningen worden minder gemakkelijk verstrekt, goederen en diensten zoals benzine en gezondheidszorg worden duurder en voedselprijzen rijzen de figuurlijke pan uit. In tegenstelling tot Japanners of het gros van de Europeanen wordt door de Amerikanen niet gespaard. Het land kent een negatief spaarquotum. De vraag is dus waar de rek nu nog uit moet komen ook gezien het feit dat de Amerikaan een negatief spaarquotum heeft en netto gezien al te kampen heeft met een negatief besteedbaar inkomen. Zie onder.



U.S. Bureau of Economic Analysis

Wij verwachten dan ook dat de Amerikaan het komende jaar de hand op de knip gaat houden. De mate waarin zal voor een groot deel de economie en de richting van de financiële markten gaan bepalen. Daarom dient men nauwkeurig te letten op de ontwikkeling van de Amerikaanse werkgelegenheid. Als dat vooruitzicht gunstig blijft kan de Amerikaan min of meer in dezelfde mate blijven uitgeven ofwel consumeren.

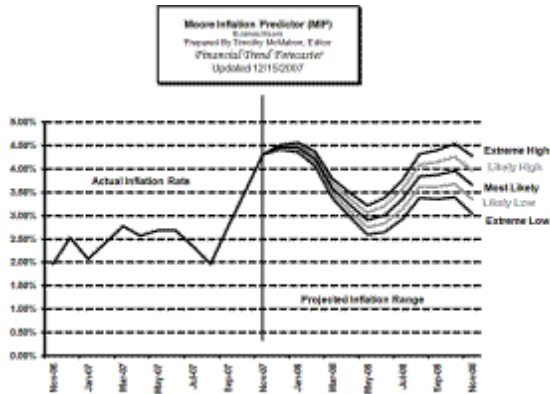
De andere factor behelst de mate van inflatie. Deze is het laatste kwartaal flink opgelopen en ligt thans qua percentage hoger dan het groeipercentage. De verwachting is, gezien het ruime monetaire beleid van centrale banken en de immer stijgende grondstoffen-, voedsel- en energieprijzen, dat de inflatie het eerste halfjaar nog verder op zal lopen.



Grafiek: huidige en historische inflatie in de VS

Economen spreken, in tegenstelling tot een jaar geleden, van een structurele inflatoire dreiging voor de toekomst. De reden is de schaarste van grondstoffen, voedsel en energie en dit zal resulteren in hogere prijzen voor goederen en diensten, maar ook in hogere lonen.

Op korte termijn (dit jaar) verwachten wij zoals onderstaand is weergegeven dat de inflatie het eerste halfjaar wat zal matigen en in de tweede helft van dit jaar weer zal oplopen.



Ons economisch scenario voor dit jaar is beschreven in onze vorige *KwartaalVisie*.

Het scenario is er een van stagflatie. Ook economen durven nu dit woord in de mond te nemen waaronder de voormalige voorzitter van de Federale bank van Amerika, Alan Greenspan.

Stagflatie is een periode waarin weinig tot geen groei te zien valt en waarbij de inflatie stijgt. Wij verwijzen voor een uitvoerige beschrijving naar onze vorige *KwartaalVisie*. Anders blijven wij zo in herhalingen vallen.

Beleggingsbeleid

Ons beleggingsbeleid zal er in eerste instantie op gericht moeten zijn de koopkracht van uw portefeuille te behouden. In tweede instantie op rendement gepaard met een aanvaardbaar risico.

Koopkracht proberen wij te behouden door te beleggen in activa die kansen bieden in een stagflatoir scenario en door overige beleggingen neerwaarts af te dekken.

De financiële markten zijn thans risicovol en onzeker te noemen. Dit is naar onze mening geen tijd om risico's te nemen. Als wij interessante beleggingen zien dan zullen wij niet aarzelen om onevenredig afgestrafte effecten op te pikken en hiermee rendement te halen.

De keuze van de activa waarin belegd wordt bepaalt voor 70% het te behalen rendement.

Op dit moment opteren wij qua activa voor een onderweging in obligaties, een neutrale, gedekte tot onderwogen weging in aandelen en een significante overweging in liquiditeiten.

Aandelen

Regio's en landen

Per saldo was 2007 conform onze verwachting geen goed aandelenjaar. De wereldindex voor aandelen, gemeten in Euro's, daalde met meer dan 3 procent. Onze eigen AEX-index wist wel te stijgen maar deze stijging is enkel veroorzaakt door de overnames van ABN Amro en Numico. Als men voor deze overnames corrigeert dan zou de AEX 40 punten lager zijn geëindigd dan de 515 punten waarop de index het jaar uit ging oftewel een fors verlies in plaats van een winstje van 3%.

Van de Europese landen deed Duitsland het erg goed met een rendement van ruim 20%.

En goede tweede waren de Scandinavische landen.

Japan deed het erg slecht met een min van bijna 15%. Rendement kon voornamelijk gevonden worden in de indices van Emerging markets. Azië, Latijns Amerika en India waren de regio's die het goed deden.

In Euro			
Name	12/31/2007	QTD	YTD
EMU	136.449	-1.07%	5.32%
EURO	1,325.541	-0.48%	7.04%
EUROPE	127.430	-3.49%	0.07%
FAR EAST	117.714	-7.52%	-10.93%
G7 INDEX	104.773	-5.59%	-4.84%
NORDIC COUNTRIES	206.173	-8.39%	7.14%
NORTH AMERICA	99.035	-6.03%	-4.69%
PACIFIC	134.368	-7.46%	-6.63%
PAN-EURO	1,230.489	-2.98%	1.32%
THE WORLD INDEX	110.966	-5.39%	-3.41%

Sectoren

De financiële sector was, zoals wij verwachtten, de gebeten hond in 2007. Dit was achteraf gezien overigens geheel terecht.

De banken zijn veel te laks omgegaan met het managen van de risico's die zij in de boeken hadden genomen. Het leed zou veel erger zijn geweest als de Amerikaanse politiek en centrale bank er voor gekozen hadden de vrije marktwerking haar werk te laten doen in plaats van Wall Street te helpen. Het leed zal toch eens geheel moeten worden geleden en zal in 2008 verder worden uitgesmeerd per te rapporteren kwartaalcijfer. Dit komt vanwege de ruimte die de te volgen boekhoudregels de banken geeft.

De best presterende sector was de grondstoffen en edelmetalen gerelateerde sector. Dit hadden wij niet verwacht. Gestuwd door de voortdurende vraag naar grondstoffen, profiteerde deze sector optimaal van de hoogconjunctuur.

Begin 2007 schreven wij dat wij verwachtten dat de sectoren telecom, voeding en dranken, en gezondheidszorg het beter zouden gaan doen dan het gemiddelde. Dit was zeker in de tweede helft van 2007 zo en wij verwachtten dat dit in de eerste helft van 2008 zal doorzetten.

Daar waar 2007 gekenmerkt werd door het nemen van risico zal de eerste helft van 2008 ons inziens gekenmerkt worden door het vermijden van risico. In dit scenario zullen deze genoemde defensieve sectoren plus de nutsbedrijven naar verhouding het beste presteren.

Bedrijven met gezonde balansen, voorzien van veel liquide middelen en constante vrije kasstromen en dividenden zullen aantrekkelijk blijken in tijden van onzekerheid.

Het komend jaar verwachten wij dat de winstgroei voor bedrijven gemiddeld genomen lager zal uitvallen in vergelijking met vorig jaar. Er is ook een discrepantie waar te nemen in de verwachtingen voor groei in het komende jaar en de verwachtingen voor bedrijfswinsten.

De markt zal ons inziens gaandeweg het jaar lagere winstgroei en hogere inflatie gaan verdisconteren in de koersen. In Amerika bijvoorbeeld bedraagt de laatste consensus verwachting voor economische groei 1% voor de komende drie kwartalen, terwijl de verwachte winstgroei voor de S&P 500 15% bedraagt. Dit is vreemd gezien het feit dat de historie ons heeft geleerd dat bij een groei van 1% de winsten eerder dalen dan stijgen.

Waar moet deze winstgroei vandaan komen? Wie het weet mag het zeggen, maar het noopt ons wel nog steeds terughoudend te zijn en te waken voor een overgewaardeerde aandelenmarkt. De eerste helft van het jaar kan de markt ons inziens negatief gekenmerkt worden door de verdiscontering van lagere groei en hogere inflatie en pas in de tweede helft van het jaar kan herstel optreden.

Obligaties

De vastrentende beleggers kenden ook een moeilijk jaar. Inflatie, stijgende rentes, en slechte leningen waren hier debet aan.

Per saldo genoot men inclusief de couponrente van weinig tot geen rendement.

Lehman World Aggregate Index

Performance 31 december 2007

Period	Total Return
Month	0.09%
YTD	-1.27%
2006	-4.61%
2005	10.07%
2004	1.40%

De kapitaalmarktrente in de VS daalde licht maar die in Europa steeg daarentegen juist.

Als u thans een 10 jarige staatsobligatie koopt van Amerika geniet u in dollars een effectief rendement van 4% terwijl de Europese rentehanger u 4.9% in Euro's biedt.



Grafiek: Europese Kapitaalmarktrente 2007, Bron: Bigcharts

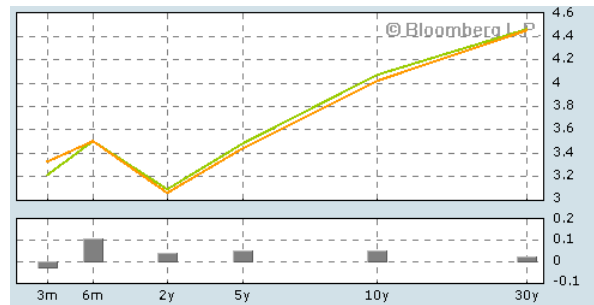


Grafiek: Amerikaanse kapitaalmarktrente 2007, Bron: Bigcharts

Wij denken dat er niet veel ruimte meer is in de VS om Wall Street nog tegemoet te blijven komen zoals zij tot tweemaal toe deed in 2007. Immers, de inflatie dreigt dan uit de hand te lopen met alle gevolgen van dien. Derhalve verwachten wij geen herhaalde renteverlagingen in de VS.

Europa zou in tegenstelling tot vorig jaar dit jaar wel kunnen zwichten voor de druk om renteverlagingen, ondanks de primaire doelstelling van de ECB om prijsstabiliteit te waarborgen.

De rentecurve in de VS heeft weer haar steile vorm aangenomen dankzij de renteverlagingen.



In Europa is deze rentecurve thans vlak te noemen. Mocht de ECB tot een renteverlaging besluiten dan zien wij ook deze rentecurve weer steil worden.

Per saldo hebben wij dezelfde verwachtingen voor obligaties als vorig jaar; "vleesch noch visch".

De inflatie is nog steeds hardnekkig en heeft een koersdrukkend effect op obligaties. Het effectief rendement op obligaties zal naar onze mening niet genoeg blijken om de inflatie te compenseren.

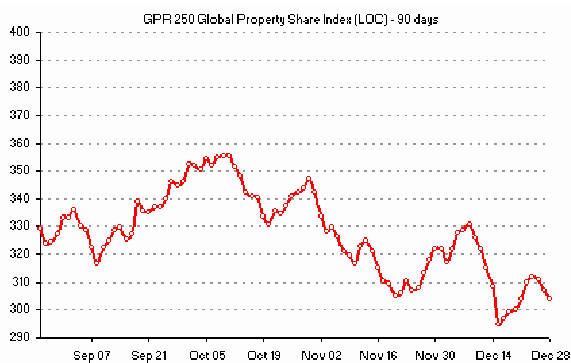
De ruimte om de rente te verlagen en hiermee de koersen van obligaties te laten stijgen is beperkt. Paniek of grote onrust op de financiële markten kan een vlucht naar veilig papier veroorzaken, maar dan spreekt men over een tijdelijk effect.

Wij denken wel dat bepaalde obligaties nu erg interessant zijn om te kopen als alternatief voor aandelen en dat zijn de zogenaamde "steepener" obligaties. Deze obligaties kennen een variabele couponrente. Deze coupon wordt bepaald aan de hand van het verschil tussen de lange en de korte rente (zie de rentecurve). Veel beleggers werden door de uitgevende instellingen gelokt met een aantrekkelijke vaste rente voor de eerste jaren. Deze coupon was doorgaans 7%. Na een korte periode treedt dan de steepener in werking en door toedoen van de vervlakking van de rentecurve keert zo'n steepener op dit moment maar een schamele 2% uit. Dit heeft ertoe geleid dat steepeners, uitgegeven door erg solide instellingen zoals bijvoorbeeld de Rabobank qua koers zo'n 30 procent of meer gedaald zijn. De teleurstelling was bij vele particuliere beleggers groot en deze obligaties werden in 2007 massaal van de hand gedaan. Thans staan de koersen ons inziens niet in verhouding tot het risico en mocht de rentecurve (dankzij de te verwachten

renteverlaging van de ECB) weer steil worden dan dienen deze obligaties flink in koers te stijgen.

Vastgoed

2007 stond in het teken van de ommekeer van de jarenlange stijgende trend in vastgoed fondsen. Hiermee doelden wij dus op fondsen die in commercieel onroerend goed beleggen zoals kantoorpanden en winkels en niet de particuliere huizenmarkt. Tot vervelens toe hebben wij u in het verleden geïnformeerd over de overwaardering in deze sector. Wij hebben echter wel langer dan voorzien moeten wachten op deze kentering. Daarnaast hebben beleggers helaas moeten ondervinden dat sommige besloten vastgoedstructuren die zouden moeten beleggen in Turks of Arabisch vastgoed en niet onder toezicht staan, een malafide doelstelling kenden.



De bovenstaande GPR property index daalde in 2007 met circa 15%.

Dit is inclusief de uitgekeerde dividenden.

De enige regio waar beursgenoteerd vastgoed het droog wist te houden was Azië.

Of de trendommekeer doorzet in het komende jaar hangt van een aantal factoren af. Allereerst de richting van de rente. Inflatie is overigens geen grote bron van zorg want de meeste huurcontracten in de vastgoedsector kennen een inflatie clausule.

De tweede factor is in hoeverre vastgoedfondsen nog als veilige haven worden gezien en de vraag of de crisis in de Amerikaanse huizenmarkt overslaat naar commercieel vastgoed zoals winkels en kantoren en hotels. Daarbij is het verkrijgen van financiering voor OG-projecten een stuk

lastiger dan voorheen en zijn de tarieven voor financiering een stuk hoger dan voorheen.

De eerste tekenen hiervan waren te zien in de Verenigde Staten. De Australische vastgoedonderneming Centro Properties Group kon vorige maand de herfinanciering niet rond krijgen voor een overname van een Amerikaanse eigenaar van winkelcentra. Met deze overname was een bedrag gemoeid van €7 miljard. Centro wilde zoals het gros van deze bedrijven de financiering regelen door de uitgifte van CMB'S, oftewel commercial-mortgage backed securities. Ook deze vorm van financiering is net zoals de CMO markt ten behoeve van de particuliere huizenmarkt tot stilstand gekomen.

Het aandeel van Centro was na het naar buiten brengen van het nieuws nog maar een tiende waard dan daarvoor. Ook in Spanje zien wij een aantal voorbeelden en in de VS lijkt het nu gemeengoed.

Banken zijn erg terughoudend geworden in het voorzien van financiering. Zij doen dit thans enkel op basis van uiterst solide zekerheden en vanuit het oogpunt van projectontwikkelaars tegen ongunstige tarieven.

Dit zal er ons inziens toe lijden dat de prijzen van projecten onder druk zullen komen te staan onder meer door een golf van uitverkopen en dat het directe rendement die deze ontwikkelaars aan eindbeleggers zullen bieden veel lager zal zijn dan voorheen.

Grondstoffen en edelmetalen

Het was een goed jaar voor beleggers in deze sector. De gedachte dat de meeste grondstoffen er over 50 jaar niet meer zullen zijn dreef de speculatie. Daarbij bleek de vraag naar grondstoffen onverminderd hoog en daalde de dollar waarin het gros van de grondstoffen wordt genoteerd flink.

De prijs van goud (+21%) wist te profiteren van de onzekerheid op de financiële markten en de toegenomen inflatie.

Ruwe olie steeg vorig jaar in prijs met 39% gemeten in dollars.



Grafiek: Reuters CRB Commodity index, Bron: Bigcharts

De algehele grondstoffenindex liet derhalve een mooi rendement zien dat voornamelijk werd bewerkstelligd in het laatste kwartaal van 2007. In dollars uitgedrukt steeg deze CRB commodities index met 20% in 2007.

Kenmerkend voor 2007 was de opkomst van de vraag naar "soft commodities". Naast de angst voor voedseltekorten als gevolg van de stijgende welvaart van de Emerging Markets heeft de milieuhype er een groot deel aan bijgedragen. De gesubsidieerde vraag naar biobrandstof had gevolgen voor de prijs van graan (plus 113% procent) en sojabonen (plus 60%).

Niet alle commodities stegen in 2007. De prijs van een varken daalde. Sinaasappelsap ook. Koffie werd ook goedkoper. Gek genoeg heb ik de prijsstijgingen van mijn dagelijks brood wel linea recta mogen ervaren aan de kassa in de supermarkt maar de daling van ham en koffie nog niet.

Wij denken dat deze sector in 2008 niet zo'n exceptioneel goed jaar zal kennen als in 2007. De vraag naar soft commodities zal doorzetten als gevolg van de toenemende welvaart in landen als China en India. Daarentegen zullen de prijzen van industriële metalen en grondstoffen onder druk komen te staan door de te verwachten afkoeling van de globale economie. China is onderhand de fabriek van de wereld geworden en kent thans een ongekende vraag naar grondstoffen. De spectaculaire groei van de economie in deze landen is grotendeels te danken aan de Westerse consumptie. Als deze afneemt dan zal dat gevolgen hebben voor de prijzen van veel metalen en grondstoffen.

De Chinese overheid heeft onlangs zelf aangekaart dat een afkoelende Amerikaanse

economie zal leiden tot een daling in de export en het huidige hoge groeiniveau.

De Chinese regering gelooft volgens eigen zeggen ook niet in de ontkoppelingstheorie waarbij de gedachte heerst dat de rest van de wereld zich kan ontkoppelen aan de huidige malaise in de VS en op eigen kracht kan blijven doorgroeien.

De export is in China goed voor een derde van de totale groei aldaar volgens de Financial Times. Na Europa is de VS de grootste importeur van Chinese goederen en diensten.

De Chinese regering heeft vastgesteld dat een daling van 1% in Amerikaanse groei zal leiden tot een daling van 6% in Chinese exports. De groei in het derde kwartaal bedroeg 4.9% op jaarbasis in de VS en de verwachting is een groei van slechts 1% in het vierde kwartaal.

Er zou dan overcapaciteit kunnen ontstaan waardoor de vraag naar energie en grondstoffen flink zal dalen.

Alternatieve investeringen, hedge funds

Het begrip hedge funds heeft ons inziens een verkeerde interpretatie gekregen in 2007. Een hedge fund is eigenlijk een verzamelnaam voor alle beleggingsstrategieën die niet traditioneel te noemen zijn. Veel te vaak werden hedge funds die een totaal andere strategie of doelstelling hanteren vergeleken met een plaag sprinkhanen of corporate raiders. Niet alle fondsen zijn dus zo en het blijft zaak goed te weten waarin u belegt en wat voor mensen er achter zitten.

Ook is gebleken dat hedge funds veel flexibeler kunnen reageren op veranderingen op de financiële markten dan de traditionele beleggingsfondsen. Toch heeft deze sector over het algemeen gezien ook last gehad van de malaise op de financiële markten maar dan wel in mindere mate dan bijvoorbeeld de banken dat hadden.

Gemiddeld gesproken wisten zij in tegenstelling tot het traditioneel beleggen in aandelen wel een positief rendement te behalen in 2007. De HFRX Global Hedge Fund index sloot 2007 af met een rendement van 2.7% gemeten in Euro's.



Bernanke At The Bat

It looked extremely rocky for the gov'nors at the Fed
Good economic news was sparse, good numbers mostly fled
And when the CPI took flight, and job growth took a hit
Investors wondered was it time, from market games to split.

With bears now growling loudly, daily market dips increased
Even pollyannas whispered that this long-toothed bull's deceased
If Greenspan were still here, all thought, we wouldn't have to scat
But Greenspan's gone, and in his sted, Ben B. is at the bat.

Harsh lights shone down, sweat drops appeared, upon Ben's balding pate
When he strode before the cameras, his saving plans to state
The man, 'twas clear, his business knew, you had to give him that
But could he match Al's magic touch, keep markets off the mat?

"I've a great new way to measure how fast prices rise," quoth Ben
"My core rate twist turns eight to six, makes twelve looks like it's ten"
At first investors played along, they liked this game a lot
But lately they've been less inclined, they now say: "Maybe not."

"Alright," the Chairman countered, "if inflation's got you scared
Check out consumer spending, it is up, not down as feared"
Alas, most added spending is for basics, food and gas
Ben hoped to hear investors cheer, 'sted heard: "We'll take a pass."

The Chairman knew what Wall Street sought, it wanted lower rates
Investors on one thing agree, high rates a thing they hates
"I'd love to lower rates," said Ben, "don't want to make you sore
I just can't do it," Ben B. said. The comback? "Where's the door?"

Oh, somewhere out in Asia manufacturing's no bust
And somewhere in the EU people still their leaders trust
And somewhere doctored numbers and jawboning still pack clout
But when a bull has run its course, even Fed chairs must strike out.

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