

KORT SAMENGEVAT

- De recessie, herstel gloort. Zet het door?.
- De werkloosheid blijft verder oplopen – de “jobless recovery”.
- De aandelenmarkt is verder doorgestegen. Het risico is hoog en het momentum zwakt af.
- De obligatiemarkt kent een tweesplitsing.
- Er zijn geen tekenen van aantrekkende inflatie of angst daarvoor.
- Olie en andere grondstoffen vertonen een zijwaartse beweging. Wees attent op uitbraak naar boven of naar beneden
- Thema: Het is niet de schuld van de banken, maar de schuld van de landen die ons nu zorgen baart.

DE RECESSIE, HERSTEL GLOORT. ZET HET DOOR?

Performance Indices

	Rendement 2009	Rendement Q4
AEX	36,35%	7,70%
Eurostoxx 50	21,19%	3,26%
S&P 500 (in US\$)	23,45%	5,49%
MSCI World	23,02%	5,63%
MSCI Europe	27,48%	4,74%
Barclays Global Aggregate	3,11%	1,01%

INDELING

- Economische trends
- Inflatie
- Rente – Obligaties
- Aandelen - Sectoren
- Grondstoffen
 - Goud
 - Olie
 - Overige grondstoffen
- Valuta
- Thema - Staatsschulden

ECONOMISCHE TRENDS

Na de eerste tekenen van economisch herstel in het 3^e kwartaal van 2009 zette deze trend zich voort in het 4^e kwartaal. Steeds meer indicatoren die deel uitmaken van het totale economische beeld gaven aan dat het herstel een bredere basis kreeg.



source: Dutch Statistics Office

www.tradingeconomics.com

Country	GDP YoY Growth
United States	- 2.60%
Euro Area	- 4.00%
Japan	- 5.10%
China	+ 8.90%
Germany	+ 0.70%
France	+ 0.30%
United Kingdom	- 5.10%
Italy	+ 0.60%
Brazil	- 1.22%
Russia	- 8.90%
Netherlands	- 3.70%

Source: www.tradingeconomics.com

De discussie over de vorm van dit herstel ging ook door met de introductie van steeds meer letters uit het alfabet en andere symbolen ter illustratie van de uiteenlopende theorieën.

De meest besproken vorm van het herstel was de zogenoemde “double dip”, die wordt geïllustreerd met de letter W. Dus eerst een herstel, gevolgd door een nieuwe dip (recessie?), en uiteindelijk een (duurzaam) herstel. De vraag of dit scenario zich zal voordoen is afhankelijk van een aantal factoren. Laten wij eens kijken naar een aantal van de factoren die naar onze mening daar een belangrijke rol bij spelen.

Overheidsstimulatie

De eerste tekenen van economisch herstel, zoals die nu zijn waargenomen, zijn te danken aan directe stimulerende maatregelen van de kant van de overheid. De sectoren die daar het meest baat bij hebben gehad zijn de auto-industrie, de vastgoedsector en de arbeidsmarkt. In Nederland was het effect vrij klein, terwijl landen als Duitsland, Frankrijk, de VS en ook China duidelijk meetbare positieve effecten hebben gesorteerd. De grote vraag op dit moment is: Heeft de overheid voldoende gedaan om de economie een “kickstart” te geven, en kunnen het bedrijfsleven en de consumenten het nu zelf redden, of is het alleen een korte opleving geweest en komt er een nieuwe terugval (de tweede dip in de W)?

Monetair/rente beleid

Na een zeer ruim monetair beleid in de eerste drie kwartalen van dit jaar begonnen de overheid en de centrale banken de teugels weer aan te trekken. Vooralsnog heeft dit geen dramatisch effect gehad op de kapitaalmarktrente, maar het lijkt alsof het dieptepunt achter ons is.

Hoe nu verder wat betreft het monetair beleid? Dit is volledig afhankelijk van de inschatting die de beleidsmakers maken met

betrekking tot het economisch herstel. Als de beleidsmakers geen tweede dip verwachten (dus geen W), maar het huidige herstel duurzaam zal zijn, moeten wellicht de teugels worden aangetrokken. Aan de andere kant, als de teugels te hard worden aangetrokken kan dat op zichzelf een tweede dip veroorzaken.

De voorzitter van de FED, de heer B. Bernanke, heeft recentelijk aangegeven dat de centrale bank in de VS voornemens is om de rente gedurende een lange periode laag te houden. Met andere woorden, hij wil het economisch herstel niet in de kiem smoren, en is wellicht niet geheel overtuigd van de kracht van het huidige herstel.

Er kan ook een andere reden zijn waarom Bernanke ervoor kiest om de rente laag te houden. De overheid in de VS heeft een enorm bestaand, en toekomstig, tekort dat door middel van staatsobligaties gefinancierd moet worden en dan is het wel heel handig om een lage rente te kunnen betalen. (Meer over de landenschulden in het hoofdstuk Thema).

Bedrijfsinvesteringen

Overheidsmaatregelen en een vriendelijk monetair beleid zijn op zichzelf niet voldoende. Het vertrouwen in duurzaam economisch herstel moet overwaaien naar het bedrijfsleven. De bedrijven moeten het vertrouwen weer terugkrijgen en nieuwe investeringen durven doen met het oog op een betere toekomst. Het vertrouwen is fors hersteld sinds het dieptepunt in januari 2009.



Ook de bedrijfsinvesteringen zijn in de tweede helft van 2009 gestegen vergeleken met die van een jaar eerder. Maar in alle eerlijkheid,

First Capital Asset Managers

dit is een hele dankbare vergelijking. Het bedrijfsleven heeft nog altijd te maken met een enorme overcapaciteit op mondiale basis en wij zien deze overcapaciteit niet zo snel verdwijnen.

Dus een fors aantrekken van de bedrijfsinvesteringen zit er volgens ons niet in.

Kwaliteit van de bedrijfsresultaten

Dit is ook een factor van essentieel belang om vast te kunnen stellen of het herstel dat wij nu zien een duurzaam karakter heeft. Als wij kijken naar de kwartaalrapportages van het bedrijfsleven over het 3^e kwartaal 2009 kunnen wij het volgende vaststellen:

- Het overgrote deel van de bedrijven heeft beter dan verwachte resultaten laten zien. Deze resultaten werden dan ook vol enthousiasme ontvangen door beleggers.
- Deze beter dan verwachte cijfers waren het gevolg van substantiële kostenbesparingen en de daarbij behorende productiviteitstoename.
- Bijna zonder uitzondering lieten de ondernemingen een dalende omzet zien.
- Er waren maar weinig CEO's die een uitspraak durfden te doen over het komende kwartaal. En als ze zich daaraan waagden was de boodschap niet echt hoopgevend. Het blijft moeilijk en de zogeheten zichtbaarheid was zo goed als nihil.

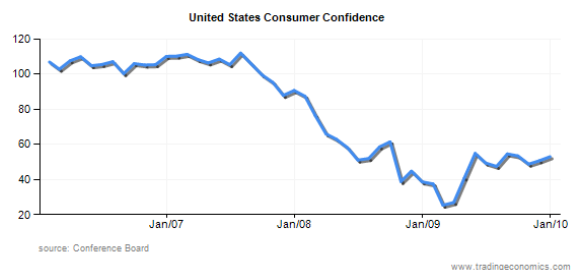
De conclusie is dat de beter dan verwachte resultaten ten koste zijn gegaan van de werkgelegenheid. Bedrijven kunnen niet eindeloos kosten besparen om de winstgevendheid op pijl te houden. Om een duurzaam herstel te realiseren moeten de toekomstige bedrijfswinsten uit toenemende verkoop en omzet komen, en niet enkel uit meer kostenbesparingen.

KwartaalVisie Q4 2009

Consumentenvertrouwen

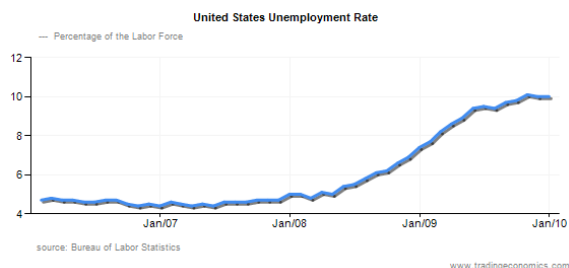
Toenemende verkoop en omzet hebben te maken met het consumentenvertrouwen en de daaruit voortvloeiende bereidheid om te besteden. Tekenen van toenemende consumptie zullen een cruciale factor zijn om te mogen concluderen dat het herstel een duurzaam karakter heeft, en dat het niet de eerste piek is van een, door overheidsstimulatie veroorzaakt, double dip scenario. Op dit moment kunnen daar geen harde conclusies over worden getrokken.

De gepubliceerde cijfers en statistieken over het consumentenvertrouwen laten een verdeeld beeld zien. Zo is het vertrouwen over de eigen situatie op korte termijn steeds heel erg slecht, maar het vertrouwen voor de wat langere termijn laat onder consumenten een positiever beeld zien. Maar de consument is van nature positief, en naarmate de horizon langer wordt is het makkelijker om wat positiever te zijn.



Arbeidsmarkt

Het consumentenvertrouwen heeft uiteraard heel veel te maken met de arbeidssituatie. Het gevoel van zekerheid in de huidige werksituatie en de mogelijkheid om werk te vinden zijn belangrijke factoren. Dit is waarschijnlijk ook het onderdeel van de economie waar het meest met statistieken wordt gesjoemeld. Maar als wij daar wat vertrouwen aan kunnen ontlenuen lijkt het alsof het bedrijfsleven klaar is met zijn massaontslagen en dat het werkeloosheidspercentage zich wellicht op haar hoogtepunt bevindt.



Country	Unemployment
United States	10.00%
Euro Area	10.00%
Japan	5.20%
China	4.30%
Germany	8.10%
France	10.00%
United Kingdom	7.90%
Italy	8.30%
Brazil	7.40%
Russia	8.10%
Netherlands	5.30%

Maar dat is zeker niet voldoende.

Werkeloosheidspercentages van 10 tot 20% zijn simpelweg catastrofaal voor een economie. Het is niet alleen een kostbare aangelegenheid voor de overheid, maar ook een drama voor de individuen die zich in deze situatie bevinden. Als dit lang doorgaat kan het tot structurele sociale problemen en onrust leiden. De tweedeling tussen de mensen die werk hebben en de werkelozen, ofwel tussen de "Haves" en de "Have-Nots", is gevaarlijk.

Tweedeling

Alle bovenstaande factoren zijn essentiële macro-economische factoren van de economische activiteiten wereldwijd. De situatie zoals hierboven omschreven, heeft voornamelijk betrekking op de VS, Europa en Japan. Een ander, en veel gunstiger, beeld doet zich voor in de sterk opkomende markten, zoals bijvoorbeeld China, India en Brazilië, maar ook in andere opkomende economieën. In deze landen is er sprake van een expansie en economische groei die in veel mindere mate gebaseerd is op ingrijpen van de

overheid (wellicht met uitzondering van China waar stimulerende maatregelen terdege aanwezig zijn). In deze landen is de groei gebaseerd op gezonde economische ontwikkelingen. Met minder afhankelijkheid van overheidsstimulaties, en een goede basis voor het ontwikkelen van een gezonde binnenlandse economie, neemt de afhankelijkheid van externe factoren en de economische kwetsbaarheid steeds verder af.

INFLATIE

Country	Inflation
United States	1.80%
Euro Area	0.50%
Japan	-1.90%
China	0.60%
Germany	0.00%
France	0.40%
United Kingdom	1.90%
Italy	1.00%
Brazil	4.22%
Russia	8.80%
Netherlands	1.10%

Vooralsnog zijn er geen tekenen van inflatie op consumentenniveau. Zo kunnen wij wellicht de stoute schoenen aantrekken en concluderen dat inflatie weinig of niets te maken heeft met grondstofprijzen, wat toch een hele belangrijke inputfactor is in het productieproces. In de afgelopen drie jaar hebben wij grondstofprijzen zien stijgen met meer dan 100%, om vervolgens te dalen met meer dan 80%, en weer te verdubbelen zonder enige noemenswaardige invloed op de consumentenprijzen.

Met andere woorden, grondstofprijzen gaan als een jojo op en neer en de consument merkt daar nauwelijks iets van.

Wij hebben dit al eerder aangekaart. Daarbij hebben wij ook aangegeven dat de factoren bezettingsgraad van de productiemiddelen en de "pricing power" van de ondernemingen van belang zijn voor de inflatie. Zoals gezegd, de bezettingsgraad is nog steeds historisch laag en wij zien geen teken dat bedrijven in

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q4 2009

hun algemeenheid “pricing power” terugkrijgen.

Een andere factor die ook vaak wordt genoemd als veroorzaker van inflatie is een (te) ruim monetair beleid. Inmiddels zijn wij door een cyclus van verruiming heen. Maar ook dit heeft niet tot een toenemende angst voor inflatie geleid.

Meer over de inflatie(dreiging) in het hoofdstuk Thema.

RENTE - OBLIGATIES

Country	Interest Rate
United States	0.25%
Euro Area	1.00%
Japan	0.10%
China	5.31%
Germany	1.00%
France	1.00%
United Kingdom	0.50%
Italy	1.00%
Brazil	8.75%
Russia	8.75%
Netherlands	1.00%

Onze visie op inflatie blijft ongewijzigd en zo ook onze visie op de obligatiemarkt, voor zover deze een weerspiegeling is van de inflatieverwachtingen. Maar op dit moment zijn er ook andere factoren die een rol spelen in de markt van vastrentende waarden.

In een “normale” wereld met “normale” staatschulden, “normale” begrotingstekorten en “normale” verhoudingen tussen landen met dezelfde valuta (lees: Euro) zouden staatsobligaties uitgegeven door deze staten een goede weerspiegeling zijn van de inflatieverwachtingen. Maar op dit moment is niet alles normaal.

In onze vorige *KwartaalVisie* hebben wij de obligatiemarkt onderverdeeld in staatsobligaties, bedrijfsobligaties en obligaties in financiële instellingen. Inmiddels, gezien de recente ontwikkelingen is het bijna

noodzakelijk om ook de staatsobligaties onder te verdelen in “investment grade” - staatsobligaties en “junk” - staatsobligaties.

Wij zullen dat niet hier behandelen, maar hebben ervoor gekozen om juist dit aspect in het themadeel van deze *KwartaalVisie* te bespreken.

Hier een korte toelichting op de verschillende obligatiegroepen zoals wij dat ook in de vorige *KwartaalVisie* hebben gedaan.

Staatsobligaties

De koersen van staatsobligaties blijven op een stabiel en tegelijkertijd historisch zeer laag niveau met lange termijn rendementen onder de 4%. Wij beschouwen dit nog steeds als niet-aantrekkelijke beleggingsalternatieven, zeker voor de lange termijn. Wel beschouwen wij staatsobligaties met kortere looptijden als goede alternatieven voor geld op depot bij banken. Dit om het bankrisico te elimineren en om maximale zekerheid buiten het banksysteem te bewerkstelligen.

Bedrijfsobligaties

Na een forse koersstijging van bedrijfsobligaties in de afgelopen maanden en kwartalen zijn de prijzen inmiddels zo hoog dat het effectieve rendement in de buurt van dat van staatsobligaties terecht is gekomen. Wel is er nog altijd sprake van een credit spread (dus een hoger effectief rendement dan op staatsobligaties) maar het effectieve rendement is niet echt iets om vrolijk van te worden. Desondanks hebben bedrijfspapieren met een looptijd van 5 tot 10 jaar op dit moment onze voorkeur boven staatsobligaties.

Onze verwachting van het vorige kwartaal, namelijk dat de koersen van investment grade bedrijfsobligaties wellicht nog een beetje stijging in zich hadden maar dat deze heel beperkt zou zijn, is dan ook uitgekomen. Het zou ons verbazen als deze koersen nog verder

First Capital Asset Managers

stijgen in het komende kwartaal, waardoor het rendement naar onze verwachting niet hoger zal zijn dan de effectieve yield die deze obligaties op dit moment bieden.

Obligaties van financiële instellingen

Deze achtergestelde (Tier 1 en 2) perpetuele obligaties hebben goed gepresteerd in het afgelopen kwartaal. Zoals uitgebreid toegelicht in de vorige *KwartaalVisie* zijn dit obligaties met bijzondere eigenschappen, omdat ze gekenmerkt worden door een combinatie van een bovengemiddelde rentecoupon en een daarbij horend bovengemiddeld risico.

Wij blijven beleggen in deze obligaties omdat wij van mening zijn dat de risico-rendementsverhouding op dit moment aanvaardbaar is.

Het voornaamste risico ligt bij een mogelijke (tijdelijke) non-performance. Dat wil zeggen dat deze instellingen de periodieke rentebetalingen uitstellen of geheel schrappen. Bij dergelijke gebeurtenissen zal de koers naar verwachting een behoorlijke correctie ondervinden. Wij blijven dus waken voor signalen dat het herstel in de financiële sector zich niet voortzet en dat de sector terugvalt in een situatie waar nieuwe steunmaatregelen nodig zijn, en de rentebetalingen in gevaar komen.

AANDELEN – SECTOREN

Ieder kwartaal steken wij onze nek uit om onze verwachtingen voor het komende kwartaal te geven, zowel voor de algemene markt als ook voor de verschillende sectoren. Ook kijken wij even kritisch of de verwachtingen van het voorgaande kwartaal uitgekomen zijn.

KwartaalVisie Q4 2009

In onderstaande tabel ziet u hoe de verschillende sectoren gedurende 2009 en het afgelopen kwartaal hebben gepresteerd.

Sector Performance Q4 en 2009 – Europa

	Rendement YTD	Rendement Q4
Financiële sector	+ 38,29%	- 4,89%
Vastgoed	+ 21,26%	+ 1,57%
Industrie sector	+ 37,08%	+ 5,65%
Grondstoffen	+ 74,23%	+ 18,37%
Telecom sector	+ 17,91%	+ 4,69%
Duurzame consumentengoederen	+ 33,87%	+ 5,11%
Nutsbedrijven	+ 11,17%	+ 3,73%
Farmaceutische sector	+ 18,12%	+ 9,35%
Energy	+ 28,21%	+ 10,66%
Technologie	+ 19,32%	- 4,33%
Niet-duurzame consumentengoederen	+ 31,33%	+ 12,49%
DJ Stoxx 50 index	+ 24,86 %	+ 5,10 %

In onze vorige *KwartaalVisie* hebben wij aangegeven dat het risico in de markt hoog was en dat de kracht van de stijgende trend (het positieve momentum) aan het afzwakken was. Daarom kozen wij op dat moment voor een wat terughoudender positie dan in de periode daarvoor en hebben een groot deel van het algemene marktrisico afgedekt.

Achteraf is gebleken dat wij te voorzichtig zijn geweest wat betreft het algemene marktsentiment. De beurs bleef doorstijgen. Wel was het zo dat deze stijging veel minder breed gedragen werd. Dat is ook duidelijk te zien in bovenstaande tabel. Er waren maar een paar behoorlijke stijgers, en zelfs twee die een negatief rendement lieten zien.

Naast het zoeken naar, en beleggen in, sectoren binnen Europa met goede relatieve kracht hebben wij in de afgelopen periode ook

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q4 2009

belegd in trackers op de geografische gebieden China, India, Brazilië, Far East ex-Japan en Eastern Europe. Deze gebieden laten een goede relatieve kracht zien en een stijgende trend die nog steeds intact is.

Zoals aangegeven hebben wij er in de afgelopen periode voor gekozen om het algemene marktrisico af te dekken door middel van een inverse tracker, conform ons risico management beleggingsbeleid. Deze voorzichtige benadering heeft ertoe geleid dat het rendement op het aandelengedeelte van de beleggingen lager is uitgekomen dan wanneer een dergelijke afdekking niet had plaatsgevonden.

Onze opmerkingen over de verschillende sectoren hieronder moeten als een momentopname gezien worden. Afhankelijk van hoe de markt zich ontwikkeld kan het best zijn dat wij gedurende het kwartaal van mening veranderen, simpelweg omdat de markt daar aanleiding toe geeft.

Financiële sector (Q4 2009: - 4,89%): De beleggingen in de financiële sector werden gehandhaafd in het 4^e kwartaal. Aan het begin van het kwartaal waren wij positief op deze sector en de opgaande trend was op dat moment intact. Achteraf gezien was onze verwachting te optimistisch. Na een hoogste punt in oktober daalde de sector gestaag en eindigde het kwartaal met een negatief rendement. Op jaarbasis was het wel de op één na best presterende sector. Onze verwachting voor het eerste kwartaal 2010 is dat deze sector in lijn met de markt zal presteren. De tijd van "outperformance" is voorlopig voorbij.

Vastgoedsector (Q4 2009: + 1,57%): Deze sector heeft in het 4^e kwartaal een klein positief rendement laten zien. Onze verwachting was dat deze sector een markconforme ontwikkeling zou hebben in de

laatste drie maanden van het jaar. De uitkomst is redelijk in lijn met de verwachtingen. Op jaarbasis laat deze sector een rendement zien dat heel dicht bij de markt ligt. De vastgoedsector behoort op dit moment niet tot onze modelportefeuille. Wij verwachten niet dat de sector een zodanige outperformance in het eerste kwartaal van dit jaar zal laten zien dat deze weer zal worden opgenomen. Wel biedt deze sector op dit moment een goed alternatief voor beleggingen in vastrentende waarden. Mede door het relatief hoge dividendrendement.

Industriesector (Q4 2009: + 5,65%): Zoals in de voorgaande kwartalen waren wij ook voor het 4^e kwartaal positief op deze sector. Het uiteindelijke rendement ligt net boven dat van de Stoxx 50 index over het 4^e kwartaal. Dus er is sprake van een marginale outperformance. Over heel 2009 is deze sector met een rendement van 37% een van de best presterende geweest.

Wij verwachten dat deze sector ook in het komende kwartaal een goede prestatie zal neerzetten, en hij blijft in onze modelportefeuille. Een voorwaarde is wel dat het economisch herstel zich doorzet. Als blijkt dat zich een tweede dip voordoet zal deze sector, samen met de sectoren grondstoffen, energie, technologie en financials het zwaar te verduren krijgen.

Grondstoffen (Q4 2009: + 18,37%): De grondstoffen sector was onze favoriet in zowel het tweede als het derde kwartaal. Aan het einde van het 3^e kwartaal besloten wij winst te nemen in deze sector. Dat blijkt achteraf voorbarig te zijn geweest omdat deze sector ook in het 4^e kwartaal van 2009 doorstoomde naar nieuwe hoogtes. Het was in deze periode de op één na best presterende sector en over 2009 de absolute winnaar met een rendement van 74,23%. Voor het eerste kwartaal 2010 zijn wij een beetje behoedzaam om weer in te stappen ondanks het feit dat de trend volledig intact is op dit moment. Wij zullen overwegen

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q4 2009

om deze sector weer in de portefeuille op te nemen bij een eventuele pull back in de koers.

Telecom sector (Q4 2009: + 4,69%): Deze typisch defensieve sector kreeg een positief advies voor het 4^e kwartaal 2009. De sector was niet in staat om de markt te verslaan over deze periode maar liet een marktconform rendement zien. Over heel 2009 was dit een van de slechtst presterende sectoren. De voornaamste reden daarvoor was dat de markt bij een herstel na een forse daling de sterk cyclische en offensieve sectoren opzoekt en de defensieve sectoren mijdt. De verwachtingen voor het eerste kwartaal hebben daar uiteraard ook alles mee te maken. Als de markt doorstroomt en de honger voor groei en offensieve sectoren doorzet zal een sector als Telecom achterblijven. Wij blijven wat verwachtingen betreft aan de conservatieve kant, en het kan best zo zijn dat het eerste kwartaal in zijn geheel een negatief rendement laat zien. In dat geval verwachten wij dat de sector Telecom relatief goed zal presteren.

Duurzame consumentengoederen (Q4 2009: + 5,11%): Dit is zonder meer de meest verrassende sector van 2009. Ook het resultaat in het 4^e kwartaal was goed. Weliswaar geen outperformance maar wel marktconform. Wij waren dan ook, op basis van de positieve trend in de kwartalen daarvoor, positief op deze sector voor het laatste kwartaal van 2009. Over heel 2009 is deze sector met een rendement van 33,87% een van de uitblinkers geweest.

Onze verwachting voor het eerste kwartaal is dat deze sector de goede trend zal voortzetten. Een van de belangrijke onderdelen van deze sector is de auto-industrie. Dus veel hangt af van wat de aandelen van deze bedrijven zullen laten zien in de komende periode. Zolang er geen tekenen zijn van afzwakking blijven wij positief op deze sector.

Nutsbedrijven (Q4 2009 + 3,73%): Deze sector heeft het hele jaar een teleurstellend resultaat laten zien. De sector is daardoor ook nooit opgenomen in de modelportefeuille. Ook het 4^e kwartaal stelde teleur met een ondermaats rendement. De sector begon aan het einde van het 3^e kwartaal nieuw leven te vertonen, maar dat was van korte duur en het herstel zette niet door. Ondanks alle optimistische opmerkingen over herstel van de economie hebben de aandelenkoersen van de nutsbedrijven daar niet van kunnen profiteren. Dat is fundamenteel gezien een zorgelijk teken, omdat deze sector het juist van toenemende economische activiteit moet hebben. Dit behoort tot een hogere vraag naar energie te leiden. Blijkbaar is dat niet het geval, en dat kan een teken zijn dat het herstel nog lang niet zo sterk is als men doet geloven. Vooralsnog blijven onze verwachtingen met betrekking tot deze sector op een zeer laag niveau.

Farmaceutische sector (Q4 2009: + 9,35%): De Farmaceutische sector is met een jaarrendement van 18,12% de op één na slechtst presterende sector over 2009. Alleen de nutsbedrijfsector liet een slechter rendement zien. Wel was het 4^e kwartaal een goed kwartaal voor deze sector. Dit was ook conform onze verwachting. Men kan dat beschouwen als een soort inhaalrace na een lange periode van underperformance. Het is ook een teken van een "vlucht naar zekerheid", dan wel een vlucht naar defensieve sectoren. Maar andere defensieve sectoren, zoals nutsbedrijven en telecom, hebben hier in veel mindere mate van kunnen profiteren. Zoals aangegeven in de vorige *KwartaalVisie* is een van de redenen de M&A activiteiten die de afgelopen periode in deze sector hebben plaatsgevonden. Die hadden een positief effect op de aandelenkoersen in deze sector.

Voor het komende kwartaal verwachten wij dat deze sector zeker niet slechter dan de algemene markt zal presteren. Wij zijn dus matig positief.

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q4 2009

Energie (Q4 2009: + 10,66%): Na een teleurstellende ontwikkeling in de eerste 3 kwartalen van het jaar kwam er eindelijk beweging in deze sector. Onze verwachting was aan het begin van het kwartaal niet hoog gespannen maar uiteindelijk wist deze sector een zeer goed resultaat neer te zetten in de laatste drie maanden van 2009. Over heel 2009 heeft deze sector met een rendement van 28,21% marktconform gepresteerd.

Wij verwachten dat deze sector in het eerste kwartaal van 2010 beter zal presteren dan de algemene markt.

Technologie sector (Q4 2009 - 4,33%): Zoals aangegeven in de vorige *KwartaalVisie* toonde deze sector afzwakkende relatieve kracht. Door een aanhoudende zwakte is de sector uit de portefeuille verdwenen. De technologiesector was in het 4^e kwartaal de op één na slechtst presterende sector. Over heel 2009 behaalde deze sector een rendement van 19,32%. Ook dat was slechter dan de Europese aandelenindex. Het is wel opvallend dat de technologie sector in de VS een van de best presterende sectoren is, terwijl deze sector in Europa relatief slecht heeft gepresteerd. Dus op dit moment is er geen positieve correlatie tussen deze sectoren.

Wij verwachten geen outperformance voor deze sector in het eerste kwartaal 2010. Hooguit zal die marktconform blijven presteren.

Niet-duurzame consumentengoederen (Q4 2009: + 12,49%): Een sector die in het 4^e kwartaal beter dan verwacht heeft gepresteerd. In de eerste drie kwartalen van het jaar was dit een van de achterblijvers en wij hadden verwacht dat deze trend zich ook zou voordoen in het laatste kwartaal van het jaar. De outperformance van deze sector is bijna geheel te danken aan de overnameperikelen rond Cadbury, een Engelse producent van chocolade. Gedurende het kwartaal werd een bod uitgebracht door

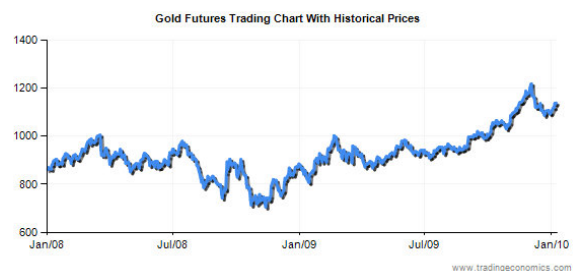
Kraft Foods (VS) wat de koers omhoog deed vliegen.

Voor het eerste kwartaal van dit jaar verwachten wij weinig spektakel in deze sector. Het is traditioneel een saaie sector. Wel denken wij dat de sector zeker marktconform zal presteren en wellicht iets beter. Als er een correctie in de markt komt in het eerste kwartaal van 2010 zal deze sector als veilige haven worden opgezocht.

- Zoals aangegeven in de vorige *KwartaalVisie* waren de verwachtingen over het 4^e kwartaal minder uitgesproken dan in de voorliggende periode. Onze verwachting was dat de sectoren Industrials, Basic Materials en Duurzame consumentengoederen verder zouden aantrekken. Als achterblijvers zagen wij de farmaceutische sector en Niet-duurzame consumentengoederen.
- Al met al hebben de sectoren waarop wij positief waren goed gepresteerd.
- De keuze voor Q1 2010 is naar onze mening een stuk moeilijker. Wij hebben daarom geen uitgesproken favorieten op dit moment.
- In zijn algemeenheid verwachten wij hooguit een zijwaartse beweging van de markt in het eerste kwartaal van 2010.

GRONDSTOFFEN

Goud (\$ 1.079 per ounce)



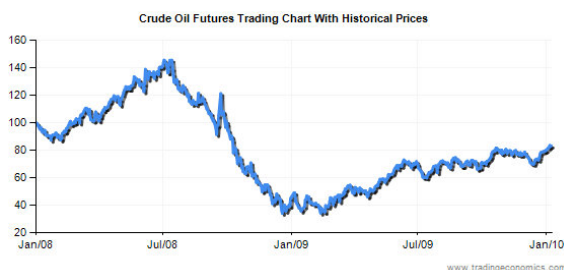
Net als in het 3^e kwartaal van 2009 steeg de goudprijs in het 4^e kwartaal met 7,9%,

First Capital Asset Managers

uitgedrukt in US dollar. Omgerekend in euro's (koers euro/dollar per 31 december 2009, 1,4406) was de stijging zelfs 9,7% mede door een iets sterkere dollar in de afgelopen drie maanden. Ons advies om goud te kopen rond het niveau van \$ 1.000 per troy ounce in de vorige *KwartaalVisie* had dus een mooi rendement opgeleverd.

Onze visie op goud blijft ongewijzigd, namelijk dat deze markt voornamelijk voor speculanten is. Goud heeft weinig te maken met hedge voor inflatie op fundamentele basis, vooral omdat valuta's niet langer gebonden zijn aan goud. Als de rust op de financiële markten zich blijft voordoen, na de crisis in de afgelopen periode, verwachten wij daarom geen spektakel op de goudmarkt. Maar daar zijn wij op dit moment niet zo zeker van. En de financiële onrust zal wellicht niet zozeer uit de financiële sector komen maar van de overheidssector en de hoge schulden (sovereign debt). Als de onrust toeslaat zal goud zelfs in waarde kunnen verdubbelen. Voor meer hierover zie het thema hieronder.

Oil (\$ 79,39 per barrel)

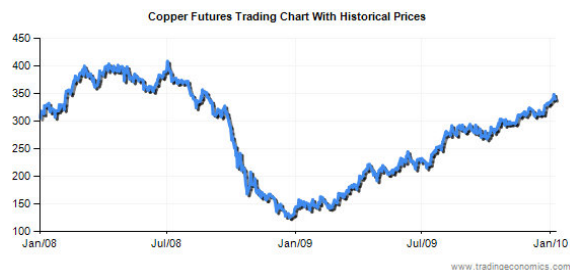


Aan het begin van het 4^e kwartaal namen wij een afwachtende houding aan wat betreft de ontwikkeling van de olieprijs. De olieprijs bevond zich in een zogeheten "trading range" tussen \$ 65 en \$ 75. In oktober brak de olieprijs aan de bovenkant van de trading range uit om vervolgens in december de onderkant van de trading range (\$ 69) op te zoeken. Het jaar eindigde op een niveau van ongeveer \$ 80 per vat. Uitgaand van deze

KwartaalVisie Q4 2009

doorbraak naar boven ziet de toekomst voor de olieprijs er rooskleurig uit.

Koper - Aluminium



Ook deze grondstoffen bevonden zich in een trading range aan het begin van het kwartaal. En ook deze grondstofprijzen braken uit aan de bovenkant. Hier was vervolgens geen sprake van een correctie, maar van een onafgebroken opwaartse trend. Dus ook voor deze grondstoffen is een duidelijke opwaartse trend intact en daar kan op worden ingespeeld.

Agrarische grondstoffen

Net zoals de industriële grondstoffen lieten de agrarische grondstoffen een zijwaartse beweging zien in het 3^e kwartaal. Deze trend zette zich voort in het 4^e kwartaal. Op dit moment (begin 2010) is er wel sprake van een uitbraak aan de bovenkant (maïs) terwijl andere agrarische grondstoffen zoals tarwe en soya nog steeds geen duidelijke richting aangeven. De neiging is wel dat ook deze grondstoffen een trend naar boven zullen inzetten.

Sommige segmenten van deze sector beginnen dus aantrekkelijk te worden.

VALUTA

De valutamarkt wordt gekenmerkt door een relatieve rust aan de oppervlakte. De

First Capital Asset Managers

gebruikelijke thema's, zoals een kunstmatig zwakke yen en rimbindi ten opzichte van de dollar, zetten zich voort. De euro - dollar verhouding is niet veel veranderd gedurende het kwartaal en de GBP wordt nog altijd als een zwakke broeder beschouwd. Men ziet steeds meer speculatie, waarbij de dagelijkse bewegingen in de dollar beïnvloedt worden door de bewegingen in goud- en/of de olieprijs. Er zijn perioden dat men de klok erop gelijk kan zetten. De opwaartse beweging in de dollar wordt weerspiegeld in een daling van de goudprijs en vice versa.

Fundamenteel gezien worstelen alle valutagebieden met interne problemen die min of meer dezelfde zijn. Hoge landenschulden, grote begrotingstekorten en peperdure stimuleringsmaatregelen. Wie dit straks wint en wie er verliest is niet duidelijk. Onze visie hierover hebben wij getracht hieronder toe te lichten.

THEMA - HET IS DE SCHULD VAN DE OVERHEID

Een jaar geleden maakte de markt zich grote zorgen over de slechte leningen bij de banken. Deze bezorgdheid is nog steeds niet helemaal verdwenen maar een groot gedeelte van het vertrouwen is teruggewonnen. De banken lijken dus "out of the woods" te zijn, maar degene die de rekening vooralsnog hebben moeten betalen - de nationale overheden - beginnen nu ernstig in de problemen te komen.

Om de financiële instellingen te redden en om de economie weer op gang te helpen hebben de nationale overheden enorme bedragen in de economie gepompt en om dat te financieren zijn ze grote leningen aangegaan.

Dat heeft tot een toename van de staatsschuld in vele landen geleid. Deze schulden zijn inmiddels zo hoog geworden dat men zich afvraagt hoe de overheid de rente op deze

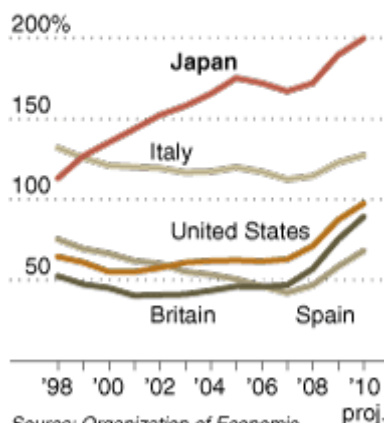
KwartaalVisie Q4 2009

schulden kan betalen, laat staan hoe ze de schulden eventueel in de toekomst kunnen terugdringen. Dagelijks staat te lezen hoe de kredietwaardigheid van landen zoals Portugal, Italië, Griekenland en Spanje (de PIGS - landen) steeds verder daalt. Ook maakt men zich zorgen over de financiële gezondheid van Groot - Brittannië. IJsland heeft zichzelf al bijna failliet verklaard. En men kijkt met spanning, maar vooral grote ongerustheid, naar Japan waar de staatschuld straks 200% van het Bruto Nationaal Product (BNP) bedraagt.

Rising Debt

The Japanese government's debt levels are higher than other industrialized countries.

GROSS GOVERNMENT DEBT AS A PERCENTAGE OF G.D.P.



Source: Organization of Economic Cooperation and Development

THE NEW YORK TIMES

Hoe deze situatie tot stand is gekomen is niet zo moeilijk te illustreren. Een oplossing verzinnen, en vooral de gevolgen van de mogelijke oplossingen, is niet alleen lastiger maar vooral heel pijnlijk.

Maar laten wij even beginnen met hoe deze situatie tot stand is gekomen.

De overheid heeft als taak om voor bepaalde diensten te zorgen. Daar zijn investeringen en

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q4 2009

uitgaven voor nodig. Dat kost geld, en als de inkomsten van de overheid niet groot genoeg zijn moeten ze geld lenen. Dat is heel lang goed gegaan, mede omdat de overheid in goede jaren meer inkomsten heeft gehad dan uitgaven en in die jaren een deel van de leningen heeft kunnen terugbetalen. Zo is de staatschuld onder controle gebleven. Maar niet iedereen heeft deze discipline kunnen of willen opbrengen. Landen met een slechte discipline hebben de schuld heel hoog op laten lopen, ook in de periode voor de recessie van 2007 - 2009. En met de komst van deze zware recessie zijn de schulden fors opgelopen, mede dankzij buitensporig grote begrotingstekorten om de economie te helpen.

In de EU had men toetredingseisen en stabiliteitsvoorwaarden verzonnen om te voorkomen dat de landen die deel uitmaken van de Euro te ver uit elkaar zouden groeien. De staatschuld en het begrotingstekort waren belangrijke pijlers in deze voorwaarden.

Inmiddels houdt niemand zich daar aan. Het resultaat is dat begrotingstekorten oplopen tot 12 of 13% (de grens is 3%), en staatschulden oplopend 150% (de grens is 60%).

En in de komende jaren zal het alleen maar erger worden.

Er is op dit moment geen enkel land dat voor de periode 2010 - 2012 met een begrotingsoverschot rekt. En voor ieder jaar dat er een begrotingstekort is loopt de schuld verder op.

De enige manier om de schuld af te lossen is om een overschot te realiseren. Maar dat betekent dat de overheidsinkomsten groter moeten zijn dan de uitgaven, en dat betekent een forse rem op de economische activiteiten. En daar is de economie niet rijp voor. Er moet juist meer gestimuleerd worden om ervoor te zorgen dat het prille herstel niet dood bloedt.

Dus de staatschulden zullen nog verder toenemen. En dat betekent in de toekomst hogere rentebetalingen door de overheid, en

minder geld om de economie te stimuleren. Zo zitten wij dus nu in een vicieuze cirkel.

Wie profiteert hiervan?

Op de korte termijn, en zolang alles goed gaat, en de overheden de rente kunnen betalen, zijn het de beleggers in staatsobligaties die hiervan profiteren. De investeerders zijn voornamelijk de conservatieve particuliere beleggers en de pensioenfondsen. Op dit moment ontvangen ze niet veel, omdat de rente op deze obligaties historisch gezien heel laag is. En als het onverhoopt mis gaat zijn het dus de risicomijdende beleggers en de pensioengerechtigden die de dupe zijn.

Zo ver is het nog niet maar kan het zo ver komen?

Als antwoord op deze vraag moeten wij dus kijken naar mogelijke oplossingen om deze vicieuze cirkel te breken.

Lage rente

De overheden MOETEN voorlopig een lage rente betalen. De relatie tussen de overheden (ministerie van Financiën) en de centrale bank verschilt per regio. In sommige regio's, zoals de EU, heeft de centrale bank een onafhankelijke positie (tenminste op papier). In de VS wordt ook beweerd dat de FED een onafhankelijke positie inneemt, terwijl in Groot Brittannië de centrale bank een onderdeel is van het ministerie van Financiën.

Hoe het ook moge zijn, op dit moment kan geen enkele centrale bankdirecteur het zich veroorloven om de rente te verhogen. Dat zou niet alleen schadelijk zijn voor de economie, zoals hiervoor aangegeven, maar ook tot snel oplopende rentekosten leiden. En dat leidt weer tot grotere begrotingstekorten.

Dus ga er maar van uit dat de rente laag blijft. Minstens totdat de nationale overheden de begrotingstekorten weer onder controle hebben, en het liefst met een overschot kunnen werken.

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q4 2009

Schulden Schrappen

De eenvoudigste (!) oplossing om deze cirkel te breken is om de schulden te schrappen. De overheden stellen simpelweg dat ze niet in staat zijn om de schulden terug te betalen (wat ook heel dicht bij de waarheid ligt) en dat de obligatiehouders genoeg moeten nemen met een fractie van wat ze hebben betaald.

Hyperinflatie

En wat zou dan de beste oplossing zijn om de schuld terug te betalen? Hyperinflatie!

Met hyperinflatie verdwijnt de reële waarde van de schuld als sneeuw voor de zon. Stel dat er daadwerkelijk hyperinflatie komt. Als de overheden voor die tijd - in de periode dat de rente laag was - ook zo slim waren geweest om langlopende obligaties uit te geven is het helemaal feest. Tenminste voor hen. Zij hebben langlopende schulden met lage rente, begrotingsoverschotten, wat betekent dat er (netto) geen geld meer geleend hoeft te worden, en de reële waarde van de schuld wordt gedecimeerd.

Voor de conservatieve particuliere beleggers en pensioenfondsen is het een drama. De waarde van deze obligaties zal namelijk fors dalen als gevolg van de oplopende inflatie.

Laten wij, na alle doom scenario's, ten slotte kijken naar de "beste" oplossing.

In dit scenario blijken de geïntroduceerde stimulatie maatregelen voldoende te zijn om de economie de gewenste kickstart te geven.

Het consumentenvertrouwen gaat vanaf nu herstellen en de bedrijven laten een zodanige groei zien dat ze meer vertrouwen in de toekomst hebben.

De omzet trekt aan en bedrijven durven weer nieuwe mensen aan te nemen. Zo zal de werkloosheid afnemen, wat goed is voor zowel de overheidsinkomsten (die zullen stijgen) en de overheidsuitgaven (die zullen dalen). Het overheidstekort kan worden teruggebracht, de overheidsschuld onder

controle worden gebracht en uiteindelijk naar een normaal niveau terugkeren.

Tegelijkertijd blijken de centrale banken ook in staat te zijn om het monetaire beleid (de rente) zo goed te beheersen dat de aantrekkende economie niet in de kiem wordt gesmoord. En aan de andere kant wordt de rente niet te laag gehouden om (angst voor) inflatie te veroorzaken. Het vergt dus een buitengewoon zorgvuldig beleid aan de kant van de overheid. Het is een "balancing act" van het hoogste niveau.

Het zal lastig blijken, maar het is zeker niet onmogelijk. Eind jaren '90 en aan het begin van deze eeuw hebben wij een zogenaamd "goldilocks"-scenario gehad. Deze periode werd gekenmerkt door hoge economische groei, lage rente, lage inflatie en hoge werkgelegenheid. Deze combinatie kan weer terugkeren, maar de voorwaarden zijn op dit moment een stuk moeilijker dan toen.

Laten wij hopen dat het goed afloopt.



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.

Dit is een publicatie van First Capital Asset Managers B.V..

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: info@firstcapital.nl