

## First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q2 2005

### Economie, valuta en rentes

#### “Conundrum”

*De voorzitter van de Federale Bank in Amerika heeft weer eens met een cryptische uitspraak de financiële markten doen bewegen.*

Greenspan sprak de volgende woorden;

*“ For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum”.*

Ook wij sloegen toen ons woordenboek open en kwamen tot de volgende vertaling en interpretatie; De centrale bank vond het gedrag van financiële markten een puzzel omdat de kapitaalmarktrente daalde ondanks de renteverhogingen.

In alle voorgaande periodes geschiedde juist het omgekeerde.

Een oorzaak kan worden gevonden in wat wij in onze vorige visie hebben geschreven over de verplichtingen problematiek bij pensioenfondsen. Ook het onlogische feit dat de fors gestegen olieprijs nog niet heeft geleid tot hogere inflatie kan als oorzaak worden aangemerkt. Een andere reden is ons inziens de toegenomen invloed van hedge funds en private equity fondsen op de financiële markten. Zij zijn immers in sterke mate afhankelijk van goedkope financiering. Tot voor de speech van Greenspan was de wijze van rentebeleid van de Verenigde staten vrij evident. Zij die met geleend geld beleggen konden derhalve van tevoren inschatten wanneer deze carry trade niet meer rendabel zou zijn. Er werd immers door de Fed gecommuniceerd dat de rente langzaam en gestaag met 0.25% per keer zou worden verhoogd. Nu er meer onduidelijkheid is gekomen over het rentebeleid is het risicovoller en minder aantrekkelijk geworden om kort geld te lenen en dit geld

lang uit te zetten. Deze verschuiving heeft ook haar invloed gehad op de kapitaalmarktrente. Daarbij komt dat de Amerikaanse dollar dit jaar een flinke stijging laten zien.



Grafiek: Euro ten opzichte van de dollar, Bron: Findata

De eerder vermelde redenen voor angst ten aanzien van de Dollar, zoals het tekort op de begroting en handelsbalans, zijn niet door toedoen van afnamen van deze tekorten weggenomen, maar eerder door de relatieve zwakte van de Euro als gevolg van de Nee-stemmen uit Frankrijk en Nederland. Ook de algehele consensus verwachting dat wellicht de rente in de VS wat harder gaat stijgen dan de eerder voorgespiegelde 0.25% per keer geeft de dollar wat extra relatieve kracht.

Misschien is het nog te vroeg om te stellen dat de Amerikaanse industrie last zal gaan krijgen van deze stijging van de dollar. Wel is het verassend te noemen dat de stijging van de olieprijs niet meer producenten en consumenten pijn gedaan hebben.

De economie in de Verenigde Staten en China blijft opvallend sterk groeien, terwijl Europa en Japan blijven tegenvallen.

De Amerikaanse economie lijkt in deze dan ook te zijn ingehaald door de Europese en Japanse economieën. Deze zwakken nu eerder af en lijken daarmee voor te lopen op de Amerikaanse economie die vooralsnog boven haar trendniveau blijft groeien.

De ontwikkelingen in het laatste kwartaal geven ons inziens geen aanleiding onze visie ten aanzien van de mondiale en regionale groei te wijzigen.

Wij verwachten dat deze mondiaal wat zal gaan matigen.

### Overzicht van de verschillende beleggingsactiva over het tweede kwartaal van 2005

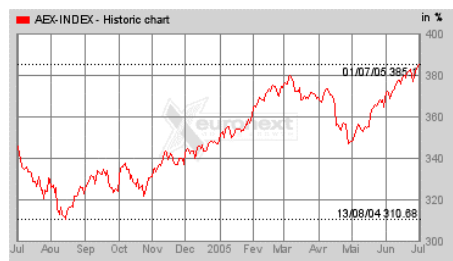
#### Aandelen

Per saldo was het voor aandelen een sterk tweede kwartaal. Grote fusies, een sterke Dollar, lage rentes, en positief sentiment wogen zwaarder dan een olieprijs op recordhoogte.

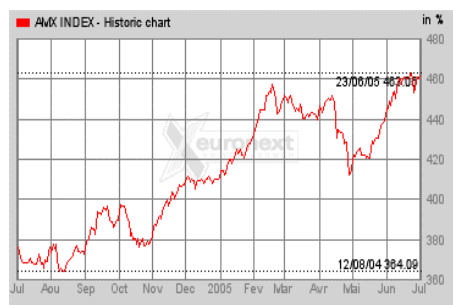
Het zal u niet verbazen als wij u melden dat de energiesector de belangrijkste bijdrage aan de stijgingen leverde.

In Local Currency					
Name	Last	Daily	MTD	QTD	YTD
EMU	172.247	0.076%	3.403%	4.149%	8.601%
EURO	934.186	0.066%	3.382%	3.894%	8.008%
EUROPE	1,144.44	0.06%	3.245%	4.477%	8.071%
FAR EAST	795.634	0.155%	2.752%	0.423%	1.393%
G7 INDEX	775.546	-0.444	1.109%	1.667%	1.129%
NORDIC COUNTRIES	4,402.76	-0.237	4.719%	9.095%	14.947%
NORTH AMERICA	1,259.74	-0.726	0.272%	1.317%	-0.84%
PACIFIC	683.992	0.202%	3.086%	1.18%	2.335%
PAN-EURO	935.036	0.043%	3.222%	4.427%	7.719%
THE WORLD INDEX	871.683	-0.368	1.528%	2.244%	2.255%

Onze eigen AEX index steeg in het eerste half jaar zelfs met meer dan 10%. De indices waarin kleinere fondsen worden vertegenwoordigd hebben ook aardige stijgingen laten zien.



Grafiek van de AEX index. Bron: Euronext



Grafiek van de Midcap index. Bron: Euronext

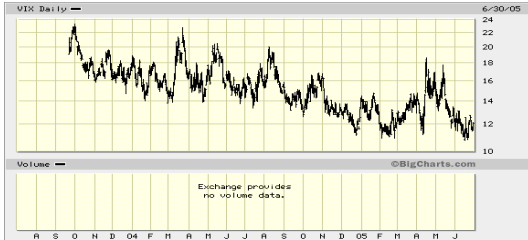
Zelfs het feit dat de historische onderwaardering uit Small Caps is verdwenen, en er een introductie van een heuse Amsterdamse Small Capindex heeft plaatsgevonden, lijkt geen belemmering voor de koersvorming van deze kleine jongens.



Grafiek van de Ams small cap index. Bron Euronext

De aandelenmarkt in zijn geheel gezien lijkt ook geen angst te kennen. Deze wordt vaak aan de volatiliteit (beweeglijkheid) gemeten.

Na een kortstondige opleving in april en mei, als gevolg van de winstwaarschuwingen van Ford en General Motors, is deze teruggevallen in haar neerwaartse trend.



Grafiek van VIX index. Bron: Bigcharts.com

Wij blijven nog steeds **gematigd optimistisch** voor de aandelenmarkt voor geheel 2005.

Ondanks de immer matige conjuncturele vooruitzichten, de verwachte lagere consumptie, en de hogere

grondstoffenprijzen blijven aandelen redelijk renderen. Zoals men het op Wall Street pleegt te zeggen: "There are no yield alternatives". Andere activa zijn of te hard in prijs gestegen of kennen een lager verwacht rendement, gecorrigeerd voor risico. Denkt u bijvoorbeeld aan obligaties of vastgoed.

Wij zijn dan ook van mening dat het gros van het nieuw te beleggen vermogen naar de aandelenmarkt zal vloeien.

De **waardering** van aandelen in zijn algemeenheid is nog steeds niet hoog te noemen. Wel dient er in de keuze van stijlbenadering nog steeds onderscheid gemaakt te worden tussen **groei en waarde** aandelen. Wij achten de huidige conjunctuur nog steeds niet rijp om te gaan beleggen in groei aandelen.

Wel constateren wij dat de massale zoektocht naar stabiel rendement zal leiden tot een relatieve overwaardering van waarde aandelen die een hoog dividend uitkeren, waardoor groeiaandelen weer interessant worden.

Daarbij zien wij ook het beurs sentiment de laatste maanden sterk verbeteren. Zelfs particuliere beleggers zijn weer actief en

zoeken weer naar risico. Daarbij pakken zij de groei aandelen ook weer op.

Over het algemeen verwachten wij voor 2005 weinig winstgroei voor bedrijven en de verwachte winstgroei die doorgaans is verdisconteerd in groeiaandelen strookt dus niet met onze visie.

Waarde aandelen, gepaard met een relatief hoog **dividend** zullen ons inziens het ook in de tweede helft van 2005 ook beter doen dan groei aandelen. Sectoren die onze voorkeur genieten zijn:

- \* Financiële waarden
- \* Energie
- \* Nutsbedrijven
- \* Medische verzorging (dus geen farmacie)

### Obligaties

Om in onze vorige kwartaalvisie te suggereren dat de trendmatige daling van de kapitaalmarktrente misschien ten einde zou zijn, was tot op heden te voorbarig.

Integendeel zelfs. Nieuwe historische dieptepunten werden bereikt.

Dit heeft tot gevolg dat de rentecurven waar wij het de vorige keer over hadden nog vlakker en sommigen zelfs invers zijn geworden. En dat betekent dat de korte rente zelfs hoger ligt dan de lange rente.

Ook toen spraken wij van een betrouwbare indicator voor het afzwakken van de economische groei. De steeds hogere olieprijs heeft nog steeds niet voor hogere inflatie gezorgd.

Nog steeds achten wij (en misschien ook nog steeds om de verkeerde redenen) obligatie beleggingen minder aantrekkelijk dan aandelenbeleggingen.

Daardoor kiezen wij ervoor de aandelenbeleggingen relatief zwaarder te laten wegen in uw portefeuille ten koste van de obligatiebeleggingen.

Binnen deze obligatiebeleggingen is een evenredige mix tussen gewone obligaties van

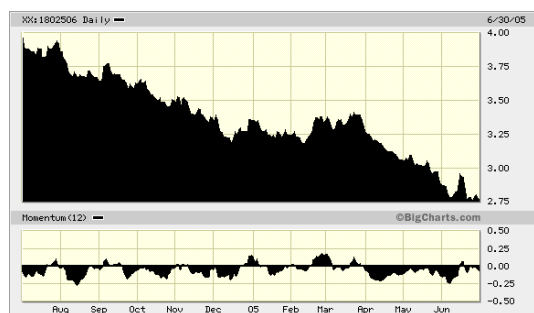
zeer goede debiteuren, CMS obligaties (zie vorige visie) en alternatieve laag risicobeleggingen ons inziens te beste wijze om dit "conundrum" te doorstaan.

Onderstaand treft u het overzicht van de European Credit index van MSCI. Voorts treft u een grafisch overzicht aan.

Period	Total Return	Price Appr.	Int. Return
Daily	0.22%	0.20%	0.01%
MTD	1.14%	0.79%	0.35%
YTD	4.56%	2.36%	2.20%
2004	7.63%	2.87%	4.77%
2003	5.46%	0.61%	4.85%



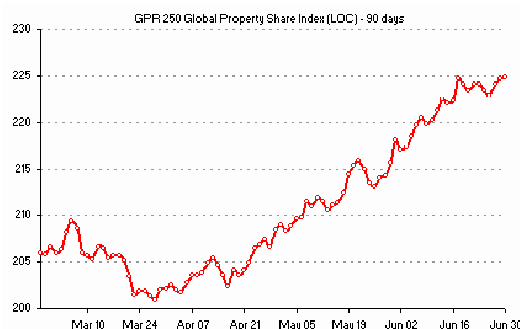
Total Return MSCI ECI index. Bron: MSCI.



10 jaars rente Europese Staat Bron: Bigcharts.com

### Vastgoed

De alsmar dalende rente heeft ook haar weerslag gehad op de rendementen in vastgoedbeleggingen. Alhoewel de stijging dit kwartaal niet in verhouding staat tot eerdere perioden, bleef een correctie ook deze keer uit.



In de VS maakt men zich nu openlijk zorgen om de huizenmarkt. De gestaag stijgende rente moet daar de prijsontwikkeling afremmen. In Engeland, Australië en menig lidstaat van de EU zakken de prijzen al. De treurige detailhandelscijfers in Europa doen ons vermoeden dat winkelpanden ook lagere rendementen zullen zien.

De kantorenmarkt heeft nog steeds last van de varkenscyclus, maar het aanbod stabiliseert. Wel blijven de huurprijzen onder druk staan.

Ons inziens is de richting van de rente bepalend voor de koers van de beursgenoteerde vastgoedfondsen voor de rest van het jaar. Als, in navolging op de stijgende rentes in de VS, VK en Australië bij ons de rente ook gestaag gaat stijgen, zullen de huidige premies van beursgenoteerde vastgoedfondsen eindelijk omslaan in een korting ten opzichte van de intrinsieke waarden.

### Grondstoffen en Edelmetalen

Enerzijds is het niet opvallend te noemen dat deze beleggingscategorie wederom een aardig rendement heeft laten zien in het tweede kwartaal. Immers, de olieprijs (olie maakt voor circa 70% qua weging de onderstaande CRB index) is wederom naar nieuwe hoogtes gestegen en kwam zelfs boven de \$60.= uit. Wel is het opvallend te noemen dat de stijging van grondstoffen gepaard ging met de stijging van de basis valuta, de Dollar.

De afgelopen jaren vertoonde de richting van de grondstoffen en edelmetalen een omgekeerde van de Amerikaanse Dollar.

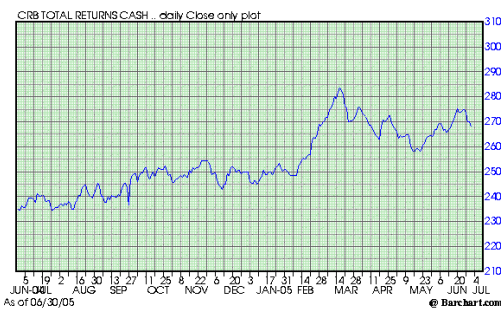
Zelfs goud liet de laatste maanden, terwijl de dollar aan een sterke opmars bezig was een behoorlijke stijging in prijs zien.

Gek genoeg zijn beleggingen in goudmijnen sterk in waarde gedaald. Dit komt doordat de kosten van mijnbouw de pan uit rijzen en dat de rentabiliteit van de mijnbouwers terugloopt. Wij raden u dan ook aan als u in edelmetalen wilt beleggen, dit niet via de mijnbouw te doen.



Grafiek: CBOE Gold index. Bron: Bigcharts.com.

De toonaangevende **Reuters CRB index**, waarin alle belangrijke grondstoffen zijn vertegenwoordigd heeft per saldo weinig verschil laten zien ten opzichte van ultimo kwartaal 1.



### Hedge Funds

Het was een roerig kwartaal in hedge funds. De rendementen van sommige strategieën waren zelfs negatief. Dit vormde wederom een aanleiding om de aanval op deze

omstreden klasse te openen. Immers, vorig jaar zomer waren er ook een paar slechte maanden onder sommige strategieën en probeerden sceptici hun gelijk te halen door een maand later naar aanleiding van fors betere rendementen weer in stilte te vervallen.

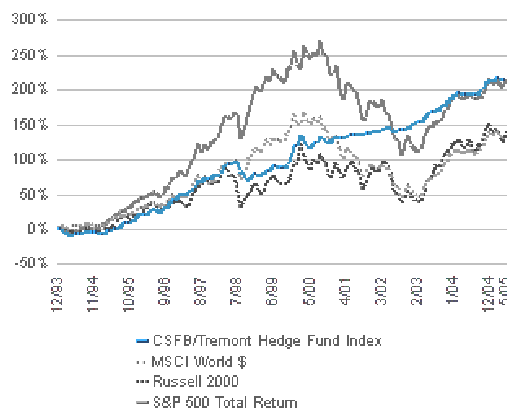
De maand april was moeilijk, maar in mei en juni was het weer goed te noemen. Deze cijfers zijn alleen nog niet in onderstaand overzicht verwerkt.

Index	Value	Year to Date
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON HEDGEFUNDINDEX TREMONT	314.66	0.15% 0.03%

Ook deze keer lijkt het rumoer van korte duur. Sommige hedge funds die een enkele bepaalde strategie hanteerden zagen vijvers leeggevestigd en besloten er maar mee op te houden. Anderen hielden er mee op omdat de rendementen tegen vielen nadat zij gespeculeerd hadden in converteerbare obligaties van Ford en General Motors.

Omdat de hedge fund markt een volwassen financiële markt is geworden, neemt het aanbod toe en vissen meer hengelaars zonder visvergunning in dezelfde vijvers.

Andere veelbelovende vijvers worden weer gevonden.



First Capital Fundmanagement B.V. zal in juli van start gaan met een beleggingsfonds dat

zal beleggen in andere hedge funds, die doorgaans niet voor de gewone belegger verkrijgbaar zijn. Door de fondsenstructuur is het thans mogelijk hier toegang toe te verschaffen.

Als u hier meer over wilt weten kunt u vrijblijvend contact met ons opnemen of een e-mail naar [info@firstcapital.nl](mailto:info@firstcapital.nl) sturen. Wij sturen u dan nadere informatie toe.

## KONINKLIJKE EIK

*Een jaar om snel te vergeten  
verzuchtten de bomen  
al begin augustus  
en ze begonnen gedecideerd  
blad af te stoten*

*Dat drukte maar op hun begroting  
en water was schaars in die dagen*

*En vreemd, ik moest meteen denken  
aan Koninklijke Olie  
Een mooi aandeel, natuurlijk  
en een eik van een bedrijf ook  
maar dat het zijn eigen blad inkoop  
leek me ineens even gek  
als voortijdig afstoten*

*En met zorg begon ik daarna  
te denken aan de stress  
die wel over eiken wil komen  
als ze het gevoel krijgen  
in hun groei te zullen falen -  
Dan gaan ze immers investeren  
in een overdaad*

*van projecten aan hun stam,  
waarvan gebleken is dat die  
de staat van tak, bedrijfstak  
nimmer zullen halen*

ELLY DE WAARD

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 door 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.

Reacties naar:  
First Capital Asset Managers B.V.  
Schoolstraat 27  
2242 KE Wassenaar  
T:070 512 31 45  
F: 070 512 31 46  
E-mail: [melchert@firstcapital.nl](mailto:melchert@firstcapital.nl)