

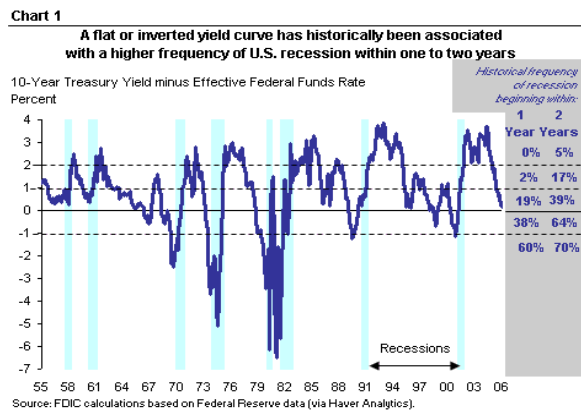
Beurzen koelen af

Zoals wij in ons vorig kwartaalschrijven voorspelden, werd toenemende inflatie de oorzaak voor de beurzen om in korte tijd flink te corrigeren. Echter, niet alleen aandelen en obligaties, maar ook edelmetalen, vastgoed en grondstoffen lieten aanzienlijke correcties zien. De correctie trof dus de financiële markten over een breed front en werd versneld uitgevoerd door toedoen van het terugdraaien bij beleggers van de zogenaamde carry trade. Zie daarvoor ook onze vorige *KwartaalVisie*.

Men zou denken als de markten daadwerkelijk hogere inflatie aan het verdisconteren zijn, de prijs van Goud juist zou moeten stijgen. Wij denken dat het verdisconteren van hogere inflatie niet de enige reden is voor de correctie. Het lijkt er ook op dat de markt rekening gaat houden met lagere groeiverwachtingen. In dit kader valt ook de relatieve outperformance van niet cyclische beleggingen te verklaren.

Inmiddels is de rente in de VS voor de 17^e achtereenvolgende keer verhoogd naar 5.25% en verschilt dit percentage nauwelijks met die van een tienjarige Amerikaanse Staatslening. De rentecurve is dus bijna invers te noemen. Theorie leert ons dat de kans op recessie dan toeneemt. Zie daarvoor onze *KwartaalVisie* van het laatste kwartaal van 2005.

Onderstaand ziet u de historische kans daarop grafisch weergegeven.



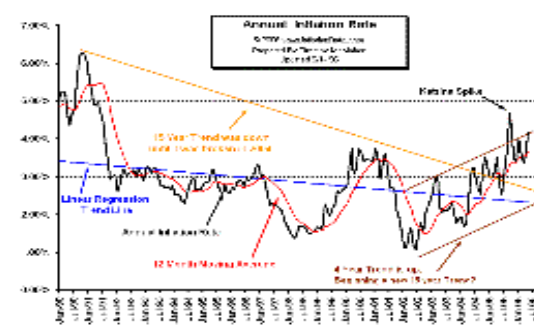
Zoals u kunt zien is de kans op recessie toegenomen, maar de rentecurve kan ook invers geraken door andere redenen dan economische groei zoals vraag naar langlopende leningen door buitenlandse centrale banken en pensioenfondsen. Voormalig FED voorzitter Greenspan noemde dit dan ook een "conundrum".

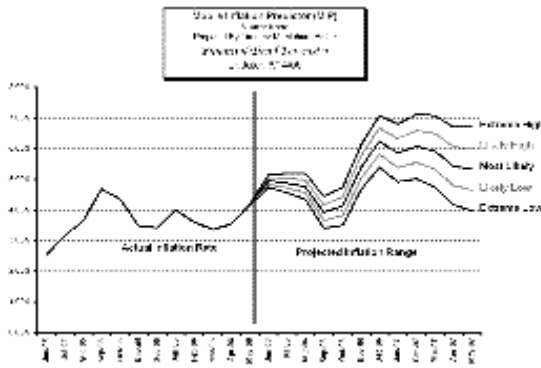
De huidige FED voorzitter Bernanke sprak tijdens de laatste renteverhoging indirect over een mogelijke pauze in het tempo van renteverhogingen, omdat inflatie onder controle zou zijn door toedoen van een vertraging van de economie. Dit werd initieel met opluchting ontvangen en de beurzen kregen wat van de warmte na de afkoelingsperiode terug.

Het zou kunnen dat inflatie daadwerkelijk geen dreiging meer vormt of reeds in de koersen is verdisconteerd. De FED zal dan waarschijnlijk stoppen met verdere renteverhogingen omdat verdere renteverhogingen de Amerikaanse economie in een recessie zal kunnen doen belanden. Het lijkt dus voorsnog op het kiezen tussen twee kwaden.

Wij denken dat de angst voor recessie prematuur is. Stagflatie echter, is iets waar wij wel alert voor moeten zijn.

Onderstaand treft u in grafische vorm de huidige en historische inflatie aan. Daaronder treft u de zogenaamde Moore inflation predictor die wij u wel eens eerder getoond hebben.



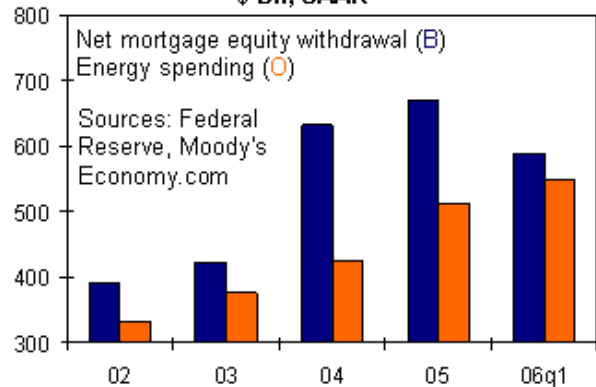


Aan de hand van de grafieken kunnen wij nog niet spreken van lager tenderende inflatie. Als dit zo blijft, waarbij economische groei gaat afkoelen dan is Stagflatie wel een feit.

Rest nu de vraag in hoeverre de economie in de VS zal afkoelen. De prijs van ruwe olie bereikte wederom een nieuw hoogtepunt, de huizenmarkt is aan het corrigeren, werkloosheidsaanvragen in de VS stijgen weer, autoverkopen dalen, bouwuitgaven dalen nog steeds, de rente is aanzienlijk hoger dan een jaar geleden, de centrale banken hebben op de laatste G10 meeting besloten een beleid van verkrapting te gaan implementeren, en de laatste economische indicatoren zoals de ISM indicator wijzen op niet veel goeds.

De motor achter de economische groei van de laatste jaren kwam van de Amerikaanse consument. Zij besteedden meer dankzij de sterk stijgende huizenprijzen. Overwaardes werden benut door het verhogen van de hypotheek ten gunste van consumptief krediet die vervolgens weer in de economie werd gepompt. Dit wordt daar de Mortgage Equity Withdrawal genoemd (MEW). Dankzij de lage rente en stijgende huizenprijzen werd dit massaal gedaan en had dit een significante invloed op de reële economische groei.

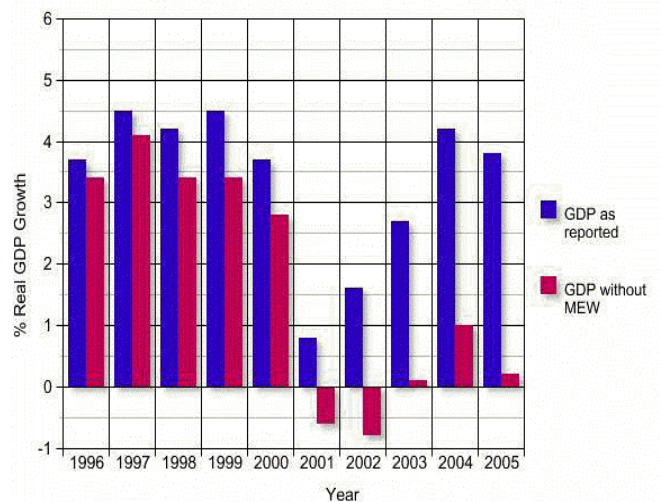
Spiking Prices Remain a Threat \$ Bil, SAAR



In de bovenstaande illustratie kunt u zien dat thans de MEW daalt terwijl de bestedingen aan energie toenemen.

Onderstaand kunt u zien in welke mate deze MEW verantwoordelijk is voor de algehele economische groei.

GDP Growth: With and Without Mortgage Equity Withdrawal (MEW)



<http://calculatedrisk.blogspot.com/>

De ontwikkelingen in de huizenmarkt zijn dus een passende sleutel voor de richting van de economische groei.

De economische cycli in Europa en Japan laten een ander beeld zien. Daar is de cyclus opwaarts gedraaid en kan nog wel een tijd voortduren. Inflatie is voor deze regio's ook een reële dreiging. Zeker voor Japan dat door toedoen van het gebrek aan grondstoffen veel inflatie zal moeten "importeren". Hier verwachten wij dat de rentes zullen worden verhoogd. Wel zullen de centrale banken trachten dit zo pijnloos mogelijk te laten

doorvoeren om de herstellende economieën niet te dwarsbomen.

Aandelen

Zoals wij in onze vorige *KwartaalVisie* meldden lieten de aandelenindices in het eerste kwartaal positieve rendementen zien die wij in jaren niet meer hebben meegemaakt. Dit kwartaal was het een stuk minder. Vrijwel alle winsten die in het eerste kwartaal waren opgebouwd gingen weer verloren. Dankzij het herstel dat optrad in de tweede helft van juni viel de schade nog mee.

Alleen de Dow Jones index wist een plusje te noteren. Echter, dit was in Dollars gemeten. Als wij dit terugrekenen naar euro's is het rendement weer negatief.



Grafiek: Dow Jones index dit jaar. Bron:Bigcharts

In Europa verloren de toonaangevende indices gemiddeld 5%. Onze eigen AEX index daalde vanaf de gevormde top van bijna 480 punten naar zo'n 415 punten en eindigde het kwartaal met een daling van 6.07%.



Grafiek:AEX Index. Bron: Euronext

De opkomende markten kregen last van een algehele leegloop. De smaak die beleggers kregen voor meer risico en rendement sloeg om in een vlucht naar liquiditeiten en andere vormen van vastigheid. De volatiliteit liep kortstondig flink op om aan het eind van het kwartaal weer te normaliseren.



Grafiek:VIX index. Bron:Bigcharts

Dit kwartaal kunnen wij nog niet gaan zien in welke mate de verwachte afkoeling gevolgen zal hebben voor de winstcijfers van bedrijven. Analisten hebben grosso modo nauwelijks hun winsttaxaties aangepast en de verwachtingen zijn dan ook nog hooggestemd. Het komende cijferseizoen zal ons inziens nog goed verlopen. In het licht van afkoeling is het de vraag hoe de verwachtingen/taxaties zich daarna zullen verhouden in combinatie met de daadwerkelijk geboekte winstgroei van bedrijven.

Wij hebben in mei geanticipeerd op de aandelencorrectie door gemiddeld 30% aan liquiditeiten op te bouwen ten laste van aandelen. Wij zullen aan de hand van de macrofactoren en de huizenmarkt in de VS, het sentiment en de vooruitzichten dit wellicht weer geleidelijk gaan alloceren naar aandelen. Echter, de stijl die wij de komende tijd prefereren zal een behoudende zijn. Waarde aandelen en bij voorkeur die in een sector waar nog van expansie gesproken kan worden genieten weer onze voorkeur.

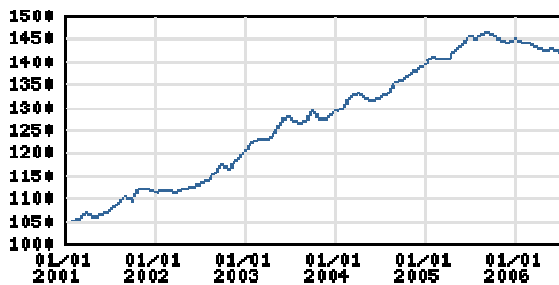
Globaal ziet het staatje van de diverse indices er dit jaar als volgt uit.

In Local Currency

Name	30/06/2006	QTD	YTD
EMU	200.873	-5.77%	3.47%
EURO	1,083.116	-5.73%	3.00%
EUROPE	1,327.612	-4.68%	3.06%
FAR EAST	1,076.804	-7.13%	-1.30%
G7 INDEX	872.826	-3.40%	1.55%
NORDIC COUNTRIES	5,185.011	-9.10%	2.43%
NORTH AMERICA	1,353.699	-2.21%	1.65%
PACIFIC	904.380	-6.20%	-0.06%
PAN-EURO	1,078.846	-4.56%	2.72%
THE WORLD INDEX	986.772	-3.64%	1.77%

Obligaties

De oplopende inflatie werd op de vastrentende markt positief gecompenseerd door een vlucht naar defensieve waarden zoals obligaties. Toch wisten obligaties het wereldwijd ook niet droog te houden. Per saldo bedroeg het rendement op Euro obligaties inclusief coupon een min van 2.2% in het eerste half jaar.



2001/01/01 ~ 2006/07/05

MSCI Euro Credit Bond Index

Performance 30 juni 2006

Period	Total Return	Price Appr.	Int. Return
Month	-0.24%	-0.30%	0.06%
YTD	-2.26%	-4.53%	2.27%
2005	4.28%	-0.04%	4.32%
2004	7.63%	2.87%	4.77%

De ontwikkeling van de Europese en Amerikaanse kapitaalmarktrente treft u in de onderstaande grafieken aan.



Grafiek: Eurobond Yield 1 jaar. Bron: Bigcharts



Grafiek: Tbond Yield 1 jaar. Bron: Bigcharts

Opvallend was het feit dat de belangstelling voor inflatie-linked obligaties (obligaties die de stijging van de inflatie vergoeden, voor meer informatie zie onze vorige KwartaalVisie) matig was in het licht van de genoemde inflatieangst die de markten bezig houdt.

Deze obligaties hebben het weliswaar beter gedaan dan gewone, maar mocht geldontwaarding de enige juiste reden zijn voor de angst, dan was de vraag naar deze leningen hoger geweest.

Tevens was er tijdens de correctie nog niet echt sprake van een verruiming van de "spread" zeg maar het surplus aan rendement tussen bedrijfsobligaties en Staatsobligaties.

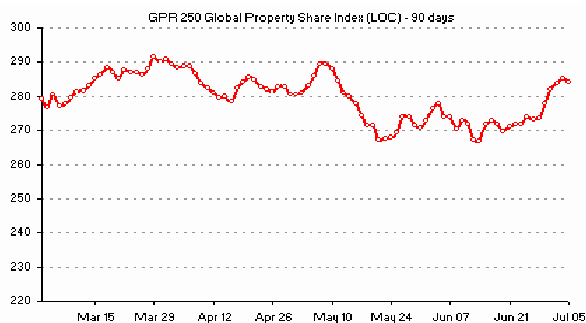
Onze visie op obligaties blijft ongewijzigd. Wij onderwegen deze beleggingscategorie in onze portefeuilles. Wel zijn wij van mening dat Amerikaanse obligaties aantrekkelijk beginnen te worden. Alleen dient men wel het valutarisico af te dekken. Immers, men belegt in obligaties om risico's te mijden.

Vastgoed

De hausse in vastgoedland lijkt eindelijk over. Na vorig kwartaal een hoogtepunt te hebben gezien van vastgoedondernemingen die naar de beurs gaan, kampten de laatste emmittenten met te weinig belangstelling en werd menig beursintroductie afgeblazen.

Ook de reeds ter beurse genoteerde vastgoedfondsen lieten aanzienlijke koerscorrecties zien en het opgebouwde rendement in 2006 was weer terug bij af.

De wereldwijde monetaire verkrapping lijkt de lang verwachte aanleiding te zijn voor verdere correcties. Ons advies luidt dan ook nog steeds; mijden.



Grafiek: GPR250 vastgoedaandelenindex. Bron: Global Property Research

Hedge Funds en Alternatieve Strategieën

De alternatieve strategieën die Hedge Funds pretenderen te volgen blijken de laatste tijd niet meer zo alternatief. De correlatie met traditionele beleggingscategorieën blijkt groter dan werd verondersteld. Tevens lijkt het haast wel dat deze correlatie sterker is als de beurzen dalen. Dit zou je normaal gesproken niet verwachten.

Dit alles is te verklaren omdat de algehele correctie waar wij het nu over hebben deels is veroorzaakt door het massaal terugdraaien van de carry trade door Hedge Funds. Zij leenden geld in Japanse Yen tegen vrijwel geen rente en zetten dit uit (met of zonder

hefboom) in allerlei beleggingscategorieën zoals grondstoffen, edelmetalen, private equity, maar ook aandelen en obligaties.

De groei in de Hedge Fund industrie heeft ertoe geleid dat er thans in de VS meer Hedge Funds zijn dan aandelen genoteerd op de New York Stock Exchange. Steeds meer beheerders volgen dan ook dezelfde strategie waardoor meer en meer Hedge Funds aan elkaar maar ook aan traditionele aandelen en obligatiebeleggingen gecorreleerd raken doordat zij dezelfde strategieën volgen.

Als meer en meer beleggers in alternatieve investeringen stappen kan men het op een gegeven moment **geen alternatieve investering** meer noemen.

Recent onderzoek toont aan dat slechts 250 van de 8000 Hedge Funds dusdanige rendementen bieden dat de doorgaans hogere kosten die zij vragen zijn gerechtvaardigd.

De groei in deze sector heeft ook tot wildgroei geleid waarbij de gemiddelde levensduur van een Hedge Fund slechts drie jaar bedraagt. 10% van de Hedge Funds wordt dan ook ieder jaar geliquideerd.

Eind juni oordeelde het Amerikaanse gerechtshof dat Hedge Funds zich toch niet hoeven te registreren bij de toezichthouders aldaar, de SEC. Zij verplichtten hen namelijk daartoe en de Hedge Fund industrie kwam in het verweer.

Meer toezicht zou ons inziens wenselijk zijn. Immers, de Hedge Fund industrie is vandaag de dag goed voor 30% van de handel en wandel op de financiële markten. Niet alleen maar de rijken beleggen hierin, maar ook uw pensioenvoorziening wordt deels met Hedge Funds opgebouwd.

Wij hebben besloten voortaan een andere index voor Hedge Funds te tonen. Dit in verband met het feit dat wij zelf beheerders zijn van een Hedge Fund en wij willen daarvoor dezelfde benchmark (meetlat) gebruiken. Het betreft de HFRX Global Hedge Fund index luidend in euro's.

Onderstaand treft u deze aan.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index

30 juni 2006

Month	-0.67%
YTD	1.91%
Value	1170.16
2005 Total	1.32%

Grondstoffen en edelmetalen

Zoals besproken ondergingen ook de grondstoffen en edelmetalen een flinke correctie.

Verkrapping was ook hier de oorzaak.



Grafiek: CRB index. Bron: Bigcharts

Zoals u uit de bovenstaande grafiek van de Reuters CRB commodity index kunt afleiden, is in de laatste twee weken de correctie grotendeels tenietgedaan



Grafiek: Phix Silver & Gold index. Bron: Bigcharts

De goud en zilver index is nog niet boven Jan. Sterker nog, deze lijkt uit haar opwaartse trend te zijn gevallen. Waar is dan toch die inflatieangst? Of blijken edelmetalen geen

goede hedge voor inflatie? De toekomst zal het ons leren.

Wij blijven positief op deze categorie, maar wegen grondstoffen over versus edelmetalen.

Geld is wat is uitgesteld. Bevroren verlangen, verdrongen dromen vertaald in getallen, geld is ingehouden adem, lucht bewaard voor later, en ieder hoopt zichzelf ooit terug te kopen. Maar wie dan leeft, is niet dezelfde die toen zorgde. wie dacht aan morgen en een gouden oude dag, bereikt de eindstreep als een ander. Verzilverd, maar ook grijzer. Bevrijd, maar ook getekend door de tijd.

Justus van Oel (1999)

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