

WAAROM STIJGT DE RENTE?

Het afgelopen kwartaal hield de stijging van de kapitaalmarktrente de gemoederen flink bezig.

De meningen over de reden van deze toch wel flinke stijging van de rente zijn verdeeld.

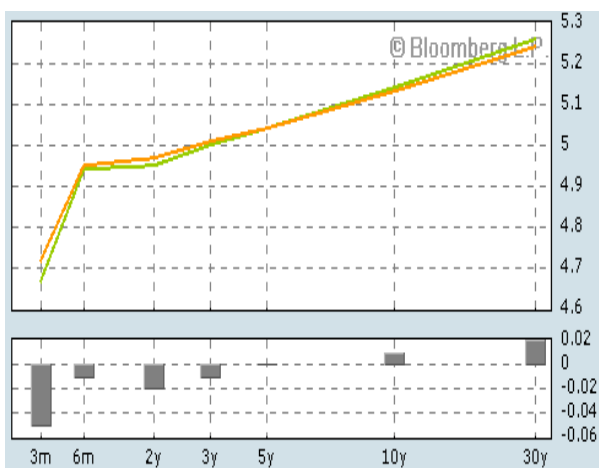
In Europa steeg de lange rente van circa 4.2% naar 4.9%. In de VS steeg deze van 4.5% naar 5.3%.

Sommigen zeggen dat het te wijten is aan het feit dat de markt zich aan het klaarmaken is voor snellere groei in Amerika, waarbij bedrijfswinsten weer gaan verbeteren.

Anderen zijn juist van mening dat de kapitaalmarktrente stijgt doordat de inflatie weer gaat toenemen.

Het kamp is dus qua meningen verdeeld. De aandelenbeurs trekt zich er weinig van aan, maar de vastgoedsector, de obligatiemarkt, en sommige hedgefondsen hebben er duidelijk last van.

In de VS is de rentecurve van een inverse structuur weer naar een normale structuur gegaan. In Europa is deze van "vlak" naar "steil" gegaan.



Grafiek: rentecurve VS

Wij hebben eerder beschreven dat doorgaans bij een inverse rentecurve een lagere groei of recessie verwacht kan worden. Aan de hand

van het draaien van de rentecurve in de VS van zo'n jaar geleden is de groei inderdaad afgezwakt naar het huidige percentage van 0.8%. Maar van een recessie is (nog) geen sprake.

Nu deze curve in de VS weer haar steilheid heeft teruggevonden zou de groei weer kunnen opveren.

De laatste leidende macro-economische indicatoren wijzen daar in lichte mate ook op.

Dit zou dan ook de stijging van de rente positief kunnen verklaren. Immers, op basis van deze aanname zal de groei weer aantrekken en daarmee is dat indirect goed nieuws voor aandelen en is er geen vuiltje aan de lucht.

Als argument voor de mening dat de inflatie niet zal toenemen wijzen zij ook op de prijsontwikkeling van goud en die van inflatie-linked obligaties.

Deze geven immers aan dat inflatie niet stijgt gezien het feit dat de prijs van goud de afgelopen tijd is gedaald en die van de inflatie-linked obligaties in lijn met die van gewone obligaties is gedaald.

Het andere kamp qua mening meent dat er wel een vuiltje in de lucht hangt. Deze heet inflatie. Zij refereren aan de sterke mondiale geldgroei maar ook aan de stijgende benzineprijzen, stijgende voedselprijzen (ofwel agflatie), hogere loonkosten en ziektekosten.

Volgens de FED is het inflatieniveau weliswaar iets boven het streefniveau van 2%, maar geeft het niveau op dit moment geen aanleiding de rente verder te verhogen.

Er is veel discussie op het moment over de wijze waarop centrale banken de inflatie definiëren.

Zij hanteren namelijk als leidraad de kerninflatie. Deze kerninflatie sluit namelijk alle volatiele componenten uit zoals voedsel en energie.

De Economist stelde deze onwerkelijke focus ook al ter discussie in een artikel van enkele weken terug.

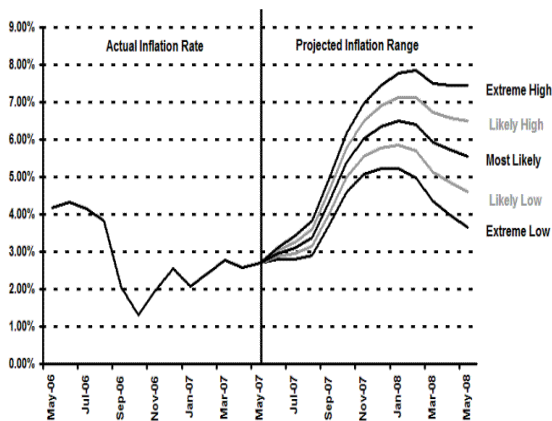
De Britse Minister van Financiën, stelde ook letterlijk dat het meten van slechts de kern inflatie misleidend kan werken.

Welke wijze van berekening voor de inflatie ook mag worden gehanteerd, vast staat wel dat deze trendmatig nog steeds stijgt.

Wij horen qua mening bij het kamp dat niet denkt dat de rente vanwege de verbeterde economische vooruitzichten oploopt. Wij zijn wel van mening dat de inflatie weer kan gaan stijgen, maar dat dat niet de werkelijke reden is voor de rentestijging.

De u inmiddels bekende Moore Inflation Predictor voorspelt wel een flinke stijging van de inflatie. U weet inmiddels ook dat wij veel waarde hechten aan de voorspelbaarheidfactor van deze indicator. Vorig kwartaal gaf de indicator nog aan dat de inflatie eerst wat zou gaan dalen. Dit is inmiddels geschied.

Moore Inflation Predictor (MIP)
© James Moore
Prepared By Timothy McMahon, Editor
Financial Trend Forecaster
Updated 6/15/2007



Fundamenteel is een hogere inflatie echter nog niet te verklaren.

De belangrijkste determinant voor de richting van de rente en daarbij ook de financiële markten is ons inziens niet de bedrijvenkant van de economie maar de consumentenkant.

Wij zijn niet overtuigd van de consensus die heerst dat de Amerikaanse consument thans in staat zou zijn de problemen in de

huizenmarkt van zich af te schudden zonder noemenswaardige effecten voor de economie.

Dalende huizenprijzen, in combinatie met hogere lasten van de financiering daarvan, hogere benzinekosten, hogere ziektekosten en voedselkosten moeten gaan leiden tot nog lagere bestedingen van de consument.

Ook geven de laatste werkgelegenheidscijfers in de VS geen aanleiding voor een hoger consumentenvertrouwen en of bestedingen.

De consument is in de VS goed voor 70% van de economische groei.

In dit scenario past dan ook geen hogere inflatie of hogere rentes door toedoen van hogere economische groei die afgeremd dient te worden om die inflatie weer in toom te houden.

Waarschijnlijk is de stijging van de rente veroorzaakt door dezelfde angst die overheerste toen de markten kortstondig corrigeerden in mei 2006 en februari van dit jaar.

Toen draaiden hedgefondsen de hefboom die zij hadden in posities terug. De zogenaamde "carry trade" waar wij al uitvoerig over hebben geschreven.

De dreiging van toen geldt nu nog steeds. En hedgefondsen hebben bewezen een grote invloed op de richting van de financiële markten te hebben vandaag de dag.

Wat wij in februari en mei vorig jaar zagen was een opleving van de Japanse Yen.

Veel carry trades worden in Yennen aangegaan. Het stijgen van deze valuta is dus van negatieve invloed op deze positie. Ook de afgelopen weken is de Yen met een opmars tegen de dollar en euro bezig geweest.

Net op het moment dat de Yen technisch dreigt uit te breken ketste deze weer af waardoor de uiteindelijke correcties beperkt bleven en kortstondig waren. Op dit moment houdt de lage Yen naar onze mening een serieuze marktcorrectie tegen.

De Yen is een ondergewaardeerde munt. Gezien het structurele herstel van de economische groei aldaar, de stijgende vastgoedprijzen en beurs, zien wij de munt en rentetarieven stijgen in de toekomst. Mocht

deze daadwerkelijk uitbreken dan ligt een serieuze correctie in het verschiet.

Als daarbij het feit dat Aziatische Centrale Banken en olieproducerende landen hun overschotten weg diversificeren van Amerikaans schuld papier in omvang toe gaat nemen, dan zal dat in ieder geval de Amerikaanse rente flink opdrijven.

China heeft dit al aangekondigd en Japan zal, gezien de verwachtingen ook schoorvoetend volgen.

Wij denken dat dit nu juist voor een groot deel de verklaring is van de stijgende rentes.

Zou dat dan ook meteen een verklaring kunnen zijn voor de hoger te verwachten inflatie?

Hoe men de stijging van de rente ook verklaart, vast staat wel dat de stijging an sich, mocht deze doorzetten, vanzelf een kentering in de aandelenmarkt zal veroorzaken.

Aandelen worden dan in vergelijking met obligaties minder aantrekkelijk.

Ook bedrijfswinsten komen als gevolg van de hogere rente onder druk te staan.

Voorts komt de waardering van aandelen onder druk te staan. Dit vanwege het feit dat de verwachte toekomstige winsten tegen een hoger rentetarief naar voren moeten worden gehaald in de rekenmodellen van analisten.

Ondanks het feit dat het sentiment op de beurzen nog steeds als zeer vriendelijk kan worden beschouwd en het feit dat de laatste macro-economische tekenen aarzelend wijzen op hogere groei in de VS, zien wij nog steeds teveel gevaren op lange termijn om een offensief beleggingsbeleid te rechtvaardigen.

Aandelen zijn de facto niet duur te noemen, maar in het licht van het feit dat zij al 5 jaren achtereen in koers aan het stijgen zijn en dat bovengenoemd scenario best reëel te noemen is blijven wij nog steeds terughoudend beleggen.

Dat wil zeggen dat wij obligaties onderwegen ten gunste van liquiditeiten zoals spaarrekeningen en een defensieve houding ten opzichte van aandelen hanteren.

Aandelen

Aandelen kenden wereldwijd een goed kwartaal. Vrijwel alle regionale indices lieten rendementen zien van circa 10% voor dit eerste half jaar.

De grootste stuwende kracht achter de stijging was het fusie en overname geweld op de beurzen.

De stijgende rente, dalende dollar, en afname van de winstmarges voor bedrijven namen aandelenbeleggers voor lief.

De mate van stijging nam wel af op het moment dat de kapitaalmarktrente opliep.

Daarmee zagen wij ook in de laatste weken van het tweede kwartaal een kentering komen in het aantal miljarden overnames.

Persbureau Bloomberg heeft berekend dat het bedrag dat gemoeid was bij fusies en overnames in de VS in juni met 37% was gedaald naar "slechts" \$218 miljard.

Dit percentage dient wel afgezet te worden tegen de maand mei. Ten opzichte van een jaar geleden is het bedrag namelijk wel met 77% gestegen.

MSCI Indices

In Euro			
Name	6/30/2007	QTD	YTD
EMU	142.314	6.30%	9.84%
EURO	1,363.198	6.97%	10.09%
EUROPE	137.299	5.35%	7.83%
FAR EAST	133.025	-1.38%	0.66%
G7 INDEX	115.436	4.24%	4.85%
NORDIC COUNTRIES	218.075	7.88%	13.32%
NORTH AMERICA	108.600	4.75%	4.52%
PACIFIC	148.963	0.48%	3.51%
PAN-EURO	1,311.144	5.89%	7.96%
THE WORLD INDEX	121.152	4.30%	5.46%

Obligaties

Het zal u wellicht, gezien het bovenstaande, niet verbazen dat de koersen van obligaties een behoorlijke daling lieten zien.

Het effectief rendement van een Staatsobligatie met een looptijd van tien jaar is dan ook met 3.5% gedaald ten opzichte van het aanvangsrendement begin 2007.

In Europa laat de onderstaande tabel een zelfde beeld zien:

MSCI Euro Credit Bond Index

Performance 30 juni 2007

Period	Total Return
Month	0.63%
YTD	-1.18%
2006	0.09%
2005	4.28%
2004	7.63%

Men zou kunnen stellen dat de obligatiemarkt in een "bear markt" is beland. Zoals eerder beschreven zijn de gevolgen van deze hogere rentes en derhalve een continuering van deze bearmarkt in allerlei beleggingscategorieën voelbaar.

Er zijn in het verleden maar drie bear markets geweest voor obligaties. Het meest recent was die in 1994.

Zoals u kunt zien aan de twee onderstaande grafieken is de stijging van de rente wat gecorrigeerd. De algemene marktverwachting is dat door toedoen van een correctie en het feit dat het huidige renteniveau het voor veel pensioenfondsen makkelijker maakt om met minder risico de lange termijn verplichtingen af te dekken het einde van de rentestijgingen nabij zou kunnen zijn.

Dit zou de lange rente in toom moeten houden. Of de koopkracht van de Pensioenfondsen groot genoeg is om de afnemende vraag van Aziatische en olieproducerende landen te compenseren valt nog te bezien.

Wij blijven dan ook obligaties sterk onderweg in de activaverdeling van onze portefeuilles. Dit ten gunste van liquiditeiten en of aandelen.



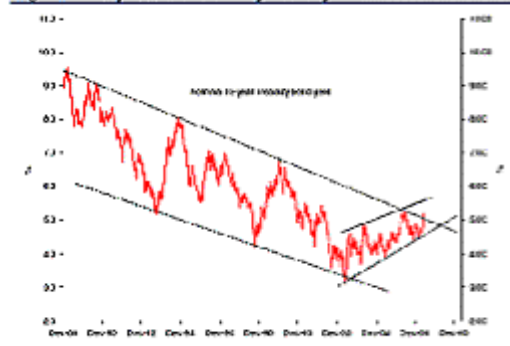
Grafiek: Europese Kapitaalmarktrente 2007, Bron: Bigcharts



Grafiek: Amerikaanse Kapitaalmarktrente, Bron: Bigcharts

Als wij naar het lange termijn plaatje kijken, moeten wij constateren dat de rente uit haar lange termijn neerwaartse trend is gebroken.

Figure 1: 10-year US Treasury bond yield



Source: Datastream, Credit Suisse research

Figure 2: 10-year Euro area government bond yield



Grondstoffen en Edelmetalen

Vanwege afnemende groei in de VS, maar toenemende vraag vanuit Azië en Europa bleven de meeste grondstofprijzen op hetzelfde niveau liggen in het vorige kwartaal. Wel was er meer volatiliteit in de CRB Commodity Index zoals u onderstaand kunt zien en steeg de index licht, dankzij vooral de stijging van de prijzen voor ruwe olie.

Na de dalingen in het eerste kwartaal besloot de OPEC om de productiecapaciteit niet uit te breiden.

De oliemarkt is thans niet meer “in contango” zoals in 2006 nog sterk het geval was.

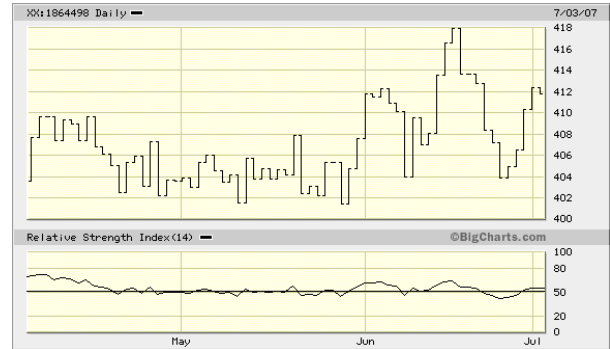
Dit betekent dat de future prijs voor een vat ruwe olie relatief lager is in vergelijking met de contante prijs van enige tijd geleden. Dit impliceert meer vraag op kortere termijn.

De premie voor latere levering is van 4\$ per vat naar \$1 per vat geslonken.

De zogenaamde “soft commodities” zoals maïs en sojabonen daalden de laatste weken wat in prijs vanwege het uitblijven van excessen in het weer.

Eerder waren de prijzen voor maïs, soja en suiker al flink opgelopen vanwege de extra vraag vanuit de biobrandstof industrie.

De edelmetalen lieten ook weinig beweging zien in het afgelopen kwartaal.



Grafiek: Reuters CRB Commodity Index, Bron: Bigcharts

Vastgoed

Dit activum had te kampen met de stijgende rente en heeft nog steeds last van het globale effect van de verslechtering in de Amerikaanse huizenmarkt.

Wij schreven u in ons vorig schrijven nog over de dreiging die van de VS is overgewaaid naar het Zuid-Europese continent.

Wij schreven nog over de gevaren die kleven aan het feit dat Spaanse projectontwikkelaars bereid zijn exorbitante tarieven te betalen aan banken en andere geldverstrekkers zoals private equity partijen om de financiering van nieuwe projecten rond te krijgen.

Inmiddels is de koers van één van Spanje's grootste project ontwikkelaars, Astroc Mediterraneo zo'n 60% gedaald en is de stagnatie ook doorgesijpeld naar de particuliere Spaanse huizenmarkt.

Frankrijk lijkt het volgende land te worden dat aan de beurt is voor een correctie.

De beursgenoteerde vastgoedfondsen in Nederland lieten ook dalingen zien in het vorige kwartaal.

Uni-Invest, dat nog niet zo lang geleden nog aan de beurs genoteerd was, kondigde wederom aan naar de beurs te willen gaan vorige maand.

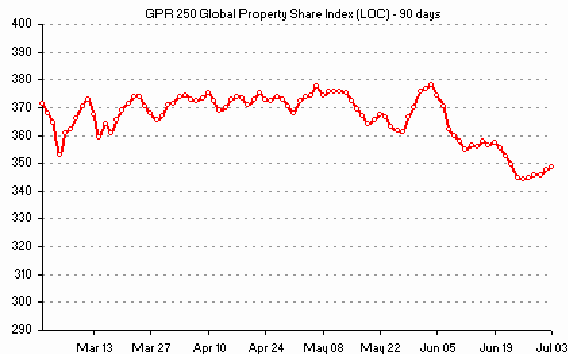
In 2002 werd het vastgoedfonds van de beurs gehaald nadat oprichter Richard Homburg het vehikel had verkocht aan de Merwede Groep.

Deze hernieuwde poging werd echter “Door ongunstige marktomstandigheden” op het allerlaatste moment afgeblazen.

In Spanje, Engeland en Duitsland werden eensgelijke, op handen staande

beursintroducties afgeblazen in het afgelopen kwartaal.

Per saldo daalde de GPR 250 Property index in het vorige kwartaal dan ook met circa 5%.



Wij zien nog immer geen reden ons standpunt dat luidt deze sector te mijden te wijzigen.

Het gros van de fondsen is ons inziens nog steeds overgewaardeerd en gezien onze visie ten aanzien van de rente zien wij nog geen kentering komen in de marktomstandigheden voor deze sector.

Alternatieve beleggingen/Hedgefondsen

Het was een roerig kwartaal voor deze beleggingscategorie.

Het positieve nieuws was dat er meer en meer fondsen trendmatig naar de beurs togen. Het meest aansprekende is GLG.

Ook beleggen pensioenfondsen gemiddeld meer in hedgefondsen. Het gemiddelde percentage zal van 5% naar 9% stijgen over 5 jaar.

De crisis in de Amerikaanse markt voor sub-prime hypotheekleningen is de oorzaak van het slechte nieuws. Er moest namelijk voor zakenbank Bear Stearns een reddingsoperatie in gang gezet worden die de grootste in omvang is sinds het omvallen van Long Term Capital Management zo'n tien jaar geleden.

Saillant is het feit dat destijds Bear Stearns weigerde mee te betalen aan de reddingsoperatie van LTCM. Deze operatie kostte destijds \$3.6 miljard. Zij hadden er destijds geen baat bij.

De andere zakenbanken zijn dit niet vergeten en weigerden dit maal hen te helpen met de

operatie die \$3.2 miljard aan gelden nodig heeft.

Bepaalde hedgefondsen van Bear Stearns, zoals het Enhanced Fund, kregen last van het in elkaar storten van deze obligatie-hypotheekmarkt. De waarden van deze portefeuilles daalden aanzienlijk en crediteuren zoals Merrill Lynch, JPMorgan en Lehman Brothers wilden meer zekerheden van Bear Stearns en zo niet dreigden zij de CDO obligaties te verkopen tegen de marktwaarde.

Het probleem is namelijk dat er geen dagelijkse prijsvorming voor deze obligatiemandjes is.

De waarde van een CDO wordt bepaald door een model (mark to model) dat een theoretische waarde geeft voor de obligatie. Bij gedwongen verkoop zoals Merrill Lynch dat graag wilde, zou de waarde van het onderpand significant onder die van de theoretische waarde uitkomen. Dit zou weer een kettingreactie voor andere CDO's en fondsen teweeg kunnen brengen met massale afschrijvingen tot gevolg.

Daarom was deze sector erg gebaat bij een reddingsoperatie waarbij dit niet hoefde te geschieden.

Nog geen jaar geleden schreven wij u over de teloorgang van Amaranth. Dat was een hedgefonds dat werd geliquideerd na verkeerde transacties in de energiemarkt. Daarbij werd zo'n \$6 miljard verdampt.

Het gemiddelde van de prestaties van deze fondsen is in het onderstaande overzicht weergegeven.

HFRX Global Hedge Fund EUR Index
30 June 2007

Month	-0.19%
QTD	4.33%
YTD	5.46%
Value	1,292.41
2006 Total	11.64%
2005 Total	1.32%

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.

[Today's Action](#)

*Up, up and away!
The Fed has saved the day!
Not that inflation's low,
But perhaps the rise in rates will slow.*

Door: Market Poetry

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