

KORT SAMENGEVAT

- Beurzen herstellen – de economie nog niet.
- Als de economie weer aantrekt zullen de geografische verschillen groot zijn. BIC (Brazilië, India en China) landen voorop en Europa/Japan achteraan.
- Wij zien vooralsnog geen inflatiedreiging op consumentenniveau ondanks onze verwachting dat de grondstoffen hun opwaartse trend zullen hervatten.
- Wij verwachten een verder aantrekkende aandelenmarkt waarbij sectorselectie van het grootste belang blijft.
- Commercieel vastgoed is nog (lang) niet uit het dal.
- Met een lage inflatieverwachting blijft goud onaantrekkelijk als investering. Aan de andere kant zien wij steeds meer goud-ETF's die op zichzelf een toenemende vraag naar goud (en stijgende prijzen) kunnen veroorzaken.
- Wij verwachten stijgende grondstofprijzen over een brede linie parallel met aantrekkende groei.
- Op valutagebied is er onrust over de US Dollar. Discussies zijn gaande om de dollar als “universeel” betaalmiddel te vervangen. Op dit moment zien wij geen alternatief.
- Shipping (special). De shipping sector als leading indicator.

KOERSSTIJGING EN ECONOMISCHE KRIMP

Na een slecht eerste kwartaal lieten de beurzen wereldwijd in het tweede kwartaal forse koersstijgingen zien. Deze stijging kan voornamelijk worden toegeschreven aan de hoop op economisch herstel, omdat er van daadwerkelijk economisch herstel in het tweede kwartaal geen sprake was.

Het is bekend dat de beurs vooruitloopt op de reële economie en in het afgelopen kwartaal is dat zeker het geval geweest. Het meest positieve dat over de economie gezegd kan worden in de afgelopen maanden is dat de procentuele daling is afgenomen. Met andere woorden, men had het gevoel dat iemand het licht aan het einde van de tunnel weer had aangedaan.

In onze vorige *KwartaalVisie* hebben wij drie kernpunten aangegeven voor het tweede kwartaal van dit jaar.

- De aandelenmarkt zal naar onze verwachting herstellen. Dat is ook gebeurd.
- Politici zullen hoogstens een marginale rol spelen. Ook dit is naar onze mening uitgekomen. Dit was wellicht de makkelijkste voorspelling omdat politici meestal geen invloed hebben.
- De kracht van de markt (het gevecht tussen vraag en aanbod) zal bepalend zijn voor de ontwikkeling. De loskoppeling van de beurs en de reële economie in het afgelopen kwartaal is hier een duidelijk bewijs van.

Performance Indices

	Rendement YTD	Rendement Q2
AEX	+3,57%	+17,39%
Eurostoxx 50	-1,88%	+15,96%
S&P 500	+1,78%	+15,22%
MSCI World	+3,82%	+13,33%
MSCI Europe	+3,63%	+16,39%
Lehman World Aggregate	+0,13%	-0,67%
Lehman Euro Aggregate	+2,70%	+1,98%

Onze kernpunten voor het komende kwartaal zijn als volgt:

- De onzekerheid over het herstel - is de bodem bereikt of moeten wij nog dieper - zal doorslaggevend zijn voor het sentiment.
- De consument in de oude economieën zal geen bijdrage leveren aan een vernieuwde groei.
- Daarom zullen voornamelijk Japan en Europa los gekoppeld worden van de rest van de wereld.

Wij zullen zoals gebruikelijk in onze *KwartaalVisie* de onderstaande indeling gebruiken. Zo bent u in staat om een vergelijking te maken met wat wij drie maanden geleden hebben geschreven.

- Economisch herstel - economie - ecologie
- Inflatie
- Rente - Obligaties
- Aandelen - sectoren
- Vastgoedmarkt
- Grondstoffen
 - o Goud
 - o Olie
 - o Overige grondstoffen
- Valuta
- Shipping

ECONOMISCH HERSTEL - ECONOMIE - ECOLOGIE

- Komt er groei?
- Waar komt de groei?
- Wanneer komt de groei?

Dit zijn de drie kernvragen die iedere econoom en belegger bezig houden tijdens deze zomerdagen. En de doorsneebelegger is er waarschijnlijk net zo nieuwsgierig naar als zijn of haar professionele broeders en zusters.

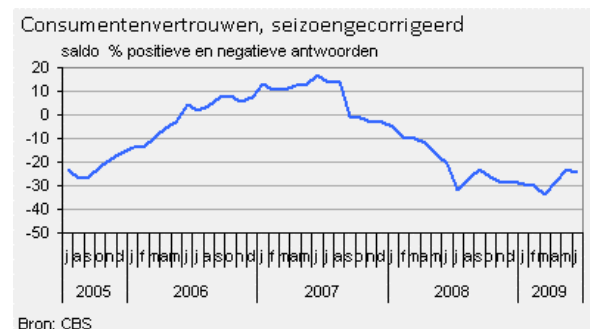
Het liefst wil ik de dans om deze vragen te moeten beantwoorden ontspringen omdat ik geen voorstander ben van het maken van voorspellingen. Maar ik verlaat mijn principes sowieso vier keer per jaar om deze Visie te schrijven dus laten we maar meteen beginnen.

Komt er groei?

Op dit moment zitten wij midden in een fase van "de-leveraging". Een mooi woord voor het afstoten van activiteiten en geen nieuwe dingen ondernemen. Dit geldt vooral voor de financiële instellingen. Banken moeten na een periode van onstuimige groei vele tandjes terugschakelen. Geen krediet meer verlenen, activiteiten afstoten, terug naar hun kernactiviteiten en verscherpte eisen stellen aan bedrijven en particulieren die geld willen lenen om hun activiteiten te financieren.

Groeiën zonder leningen is lastig voor bedrijven. Als ze alles met eigen vermogen moeten doen zal het veel langer duren voordat de groei er komt.

Overheden wereldwijd zetten inmiddels alles op alles om de economie weer in beweging te krijgen. Infrastructurele projecten worden naar voren gehaald, er wordt steun gegeven aan noodlijdende bedrijven, de rente wordt laag gehouden en er wordt veel geld in de economie gepompt. Ze gaan zelfs zo ver dat ze de geldpers hebben opgestart om de economie te stimuleren.



En uiteindelijk zal er weer een periode van groei terugkeren. Maar voorlopig zal het moeilijk blijven. Wij verwachten daarom geen aantrekkende groei in de loop van het komende kwartaal. De zomermaanden staan sowieso niet bekend als "groeimaanden" en zeker op het gebied van de arbeidsmarkt zullen wij er naar alle waarschijnlijkheid slechter aan toe zijn aan het einde van dit kwartaal dan aan het begin.

Zoals aangegeven in de inleiding zien wij hooguit een lagere procentuele krimp van de economie in het 3^e kwartaal.

Waar komt de groei?

Deze vraag kan op twee manieren worden beantwoord. Waar, in de zin van welke sector(en) en in de geografische zin.

Laten we beginnen met de sectoren om vervolgens te kijken naar de geografische verdeling van het herstel.

Sectoren

De financiële sector heeft deze recessie in gang gezet. Daarna volgden de consumenten die gedwongen waren om minder te consumeren en de industriële activiteiten kwamen in het 4^e kwartaal van vorig jaar abrupt tot stilstand. Het laatste is naar onze mening het meest opzienbarend. Niet zozeer dat deze sector het ook zwaar zou krijgen, maar wel het tempo waarmee het plaatsvond. De snelheid waarmee dit gebeurde kwam als een complete verrassing, ook voor deze sector zelf. Waarom het zo snel ging hebben wij in onze wekelijkse column (week 52, 2008) toegelicht.

Met de huidige technologie en geavanceerde voorraadmanagement systemen werd de afnemende consumptie razendsnel in de hele productieketen verwerkt, wat ertoe leidde dat ook op het producentenniveau alles stil kwam te liggen. Een kettingreactie die voorheen maanden in beslag nam vond nu binnen een paar weken plaats.

Daarom denken wij dat de groei, wanneer die komt, zich in de eerste instantie zal manifesteren binnen de sectoren industrie, energie en grondstoffen. Wij hebben al gezien

dat bijvoorbeeld de olieprijs van \$ 35 tot boven de \$ 70 is gestegen in het afgelopen kwartaal. Maar denk niet dat dit iets te maken heeft met economisch herstel. Dit heeft met speculanten te maken en niet met de economie. (Later meer hierover onder het hoofdstuk sectoren.)

Op andere niveaus in de distributieketen zal men in het huidige economische klimaat niet het risico nemen om voorraad op te bouwen alvorens er tekenen zijn van herstel. Liever "Nee" zeggen tegen de klant dan een te grote voorraad hebben.

Om dezelfde redenen denken wij dat de consumentensectoren, zowel voor duurzame als voor dagelijkse consumentengoederen, in eerste instantie achter zullen blijven bij een komend herstel.

Wat betreft de geografie beginnen wij dicht bij huis, namelijk in Europa.

Europa

Europa heeft alle ingrediënten om achter te blijven bij een komend economisch herstel en vernieuwde groei. Er is wel een Europese Unie, maar daarin ontbreken teveel elementen om daar een eenheidsworst van te maken. De Europese consumenten hebben over de afgelopen 10 jaar - met een paar "regionale" uitzonderingen - getoond dat zij niet in staat zijn om de economische kar te trekken. De inlijving van nieuwe lidstaten heeft ook tot weinig economische vreugde geleid, afgezien van het verstrekken van onverantwoorde kredieten in een opstartfase. Deze euforie ebde daarna snel weg en deze nieuwe lidstaten zullen eerder een blok aan het been zijn dan een aantrekker van groei in deze regio.

De aantrekker in het verleden, de enige reden waarom Europa groei vertoonde, was de export en dan voornamelijk om de kooponger van de Amerikaanse consument te stillen. Die is er niet meer.

Gebrek aan flexibele arbeidskracht speelt ook een rol. Maar de belangrijkste rem is protectionisme. Europa is, zoals wij eerder aangaven, op lange na geen eenheidsworst en

naarmate het slechter gaat met de individuele landen binnen Europa zal de tendens eerder "ieder voor zich" zijn dan solidariteit. Ondanks mooie woorden van politici. De economische realiteit is zo dat men eerst voor zichzelf wil zorgen.

Japan

Japan bevindt zich in een soortgelijke situatie als Europa. Weliswaar zijn er uitzonderingen op economisch gebied maar deze zijn helaas niet voldoende positief om Japan in een gunstiger situatie te plaatsen. De vergrijzing is er nog erger dan in Europa en dat is een heel groot probleem. De koersontwikkeling van de Yen is ook meer bepaald door de binnenlandse politieke doelstellingen dan een vrije marktwerking. Ook voor Japan geldt dat economische groei voornamelijk moet komen van de exportsector. De binnenlandse consumptie en investeringen liggen al vele jaren op een zeer laag niveau. En de toenemende vergrijzing van de bevolking zal eerder een negatieve dan een positieve invloed hebben op de economische vooruitzichten.

Verenigde Staten

De VS gaat herstellen. Al is het niet in het huidige kwartaal, wij denken dat er zich duidelijke tekenen voor zullen doen voor het einde van dit jaar.

De Amerikaanse consument is voor het eerst in een lange tijd aan het sparen geslagen. Een nieuw fenomeen en het is even wennen. Deze toenemende spaarquota is zeker goed voor de economie op de lange termijn. Het brengt de economie meer in balans vergeleken met een economie waar alleen werd geconsumeerd. Sterker nog, er werd zelfs meer geconsumeerd dan er werd verdiend en dat betekende een negatieve spaarquota. Op de korte termijn is sparen in plaats van consumeren slecht als het gaat om het stimuleren van de economie. Maar wij denken dat de veerkracht van de economie in de VS, die stukken groter is dan die van Europa en Japan, ervoor zorgt dat economische groei weer in het verschiet ligt voor het einde van dit jaar.

BRIC landen

Van deze landen verwachten wij dat alleen de R mogelijkterwijs achter blijft. Zowel China, India als Brazilië hebben een goede basis om de economische groei voort te kunnen zetten. Rusland is naar onze mening te instabiel en de welvaart is te veel geconcentreerd om een stabiele economische groei voor het land als geheel te kunnen waarborgen. De mogelijke groei aldaar zal afhankelijk zijn van de ontwikkeling van de grondstofprijzen waar wij in principe positief tegenover staan. Maar zoals gezegd, met een te grote concentratie van macht en rijkdom zal de gehele economie daar weinig baat bij hebben.

Wanneer komt de groei

Kort door de bocht. De groei komt eerst in de BRIC en andere opkomende landen in Azië en Amerika. Om helemaal correct te zijn is in deze landen geen sprake van nieuwe groei vanuit een situatie met economische krimp, het is een kwestie van het op peil houden en een versnelling kunnen waarnemen van een groei die er nu al is.

Er is weinig meer stimulatie nodig om deze groei veilig te stellen. Opvallend daarbij is dat er heel veel wordt gefocuseerd op China, terwijl wij denken dat de andere twee BIC landen - Brazilië en India - ook een aanzienlijke bijdrage zullen leveren aan het economisch herstel wereldwijd.

Zoals gezegd, wij denken, dat in de VS het herstel met positieve groeicijfers voor de economie zich aan het einde van dit jaar zal voordoen.

Europa en Japan, aan de andere kant, hebben niet alleen een probleem op de korte termijn, het probleem is structureel. Daarom denken wij dat 0-groei of op z'n best een groei van rond de 1% op jaarbasis een reëel scenario is voor deze gebieden, ook voor de lange termijn.

Dilemma groei - milieu

Deze problematiek hebben wij ook in de vorige *KwartaalVisie* aangekaart. Wellicht kan

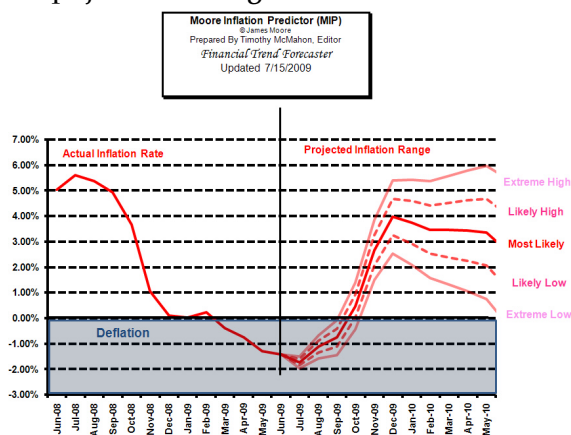
milieutechnologie een positieve rol spelen bij de groei in Europa maar wij vrezen dat dit alleen marginaal zal zijn. Milieutechnologie en milieueconomie zijn bovendien een evolutie en geen revolutie, waardoor de rol als trekpaard voor economische groei beperkt zal blijven.

INFLATIE

In de voorgaande KwartaalVisies hebben wij aangegeven dat wij voorlopig niet bang zijn voor inflatie. De markt deelt blijkbaar onze opvatting daarover. De lange rente is niet aan het stijgen en zolang dat niet het geval is is er geen angst voor inflatie in de markt.

Om niet te veel in herhaling te vallen willen wij alleen toevoegen dat de volgende factoren van essentieel belang zijn om inflatie te creëren:

- Krapte in de productiecapaciteit. Deze ligt op dit moment op een historisch dieptepunt – onder de 70%.
- Krapte op de arbeidsmarkt. Ook hier is er sprake van het tegenovergestelde, namelijk toenemende werkloosheid.
- Pricing power. De concurrentie onder bedrijven is moordend en geen aanbieder van producten heeft vandaag een zodanig sterke positie dat hij in staat is om zijn prijzen te verhogen.

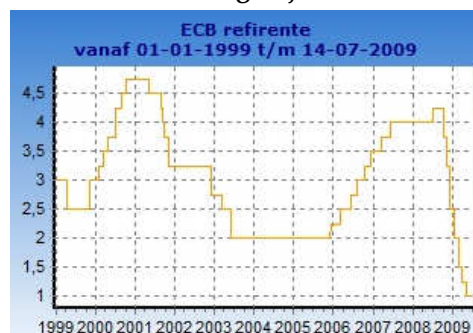


Moore Inflation Predictor, Bron: Financial Trend Forecaster

RENTE - OBLIGATIES

Ook wat betreft de rente is onze visie van het vorige kwartaal niet gewijzigd.

Wij verwachten dat de centrale banken niets zullen doen op het gebied van de disconto. Die zal stabiel, laag blijven.



ECB refirente, Bron: www.homefinance.nl

Bedrijfsobligaties, die na een heel moeilijk 2008 tekenen van herstel lieten zien in het eerste en tweede kwartaal van dit jaar, zullen dit traject voortzetten. Wij verwachten dat de credit spread haar dalende trend van de afgelopen 6 maanden niet zo snel verder zal doorzetten. Daarvoor is meer duidelijkheid over de economische ontwikkeling nodig. Maar deze obligaties bieden op dit moment aantrekkelijke rendementen en wij zien weinig risico's.

AANDELEN - SECTOREN

De aandelenmarkt herstelde zoals verwacht in het tweede kwartaal van dit jaar. Bij een herstellende – en uiteraard ook in een dalende – markt is het van belang om uit te zoeken welke sectoren (industriële of geografisch) het goed en welke het minder goed doen in relatieve zin.

Onderstaande tabel geeft duidelijk aan wie de winnaars en wie de verliezers waren van het afgelopen kwartaal. Daarnaast geeft het meteen ook aan hoe belangrijk het is om de onderliggende relaties te monitoren.

Sector Performance Q2 2009 – Europa

	Rendement YTD	Rendement Q2
Financiële sector	+9,8%	+40,4%
Grondstoffen	+24,8%	+27,4%
Technologie sector	+16,3%	+20,6%

Industriesector	+9,3%	+22,5%
Duurzame consumentengoederen	+10,8%	+20,5%
Nutsbedrijven	-5,3%	+18,0%
Telecom sector	-2,4%	+10,3%
Energie	+7,6%	+13,6%
Vastgoedsector	-9,8%	+10,7%
Niet-duurzame consumentengoederen	+4,1%	+13,9%
Farmaceutische sector	-3,4%	+6,9%

Zoals te zien is, behaalden alle sectoren het afgelopen kwartaal een positief rendement maar de verschillen waren behoorlijk.

Financiële sector (Q2 2009: +40,4%): Na een dramatisch 2008 en eerste kwartaal van 2009 gaven wij aan dat dit een sector was om in de portefeuille op te nemen. Dit was ook de best presterende sector in het 2^e kwartaal. Zelfs na een stijging van meer dan 40% zijn wij nog altijd positief op deze sector.

Niet-duurzame consumentengoederen (Q1 2009: +13,9%): Onze verwachting dat deze sector achter zou blijven bij een herstel van de aandelenmarkt is uitgekomen. Daarom raadden wij aan om deze niet op te nemen in de portefeuille. Wij verwachten dat deze sector het in het huidige kwartaal relatief beter zal doen dan de markt maar dat deze relatieve outperformance van korte duur zal zijn. Dus een sector die goed past voor een actieve trader maar voor de gemiddelde belegger is dit niet een sector om fors in te gaan beleggen als de doelstelling is om de markt te verslaan.

Duurzame consumentengoederen (Q2 2009: +20,5%): In onze vorige *KwartaalVisie* gaven wij aan dat deze sector – tegen de gevestigde macro-economische theorieën in – tekenen van kracht vertoonde. Wij hebben daarom aanbevolen om deze sector op te nemen. Het bleek ook een van de best presterende sectoren te zijn in het afgelopen kwartaal. Op dit moment zijn wij minder positief over deze sector. De verwachting is dat deze sector minder gaat presenteren dan de markt en wij

adviseren om deze niet langer in de portefeuille te houden.

Farmaceutische sector (Q2 2009: +6,9%): Onze verwachting voor deze sector was niet hooggespannen en ons advies luidde dan ook: “Afblijven”. Het blijkt dat ook deze analyse goed was. Deze sector was zelfs de slechtst presterende sector in de afgelopen drie maanden. Voor het huidige kwartaal geldt hetzelfde als voor de Niet-duurzame consumentengoederen. Een relatief herstel maar dan voor een kortere periode om het vervolgens weer slechter dan de markt te doen. Dus goed voor een eventuele trader maar niet aan te raden voor de langere termijn belegger die niet gericht is op korte termijn transacties in de portefeuille.

Nutsbedrijven (Q2 2009 +18,0%): Ons advies was om deze sector te vermijden. Uiteindelijk bleek deze sector een gemiddelde prestatie neer te zetten in het afgelopen kwartaal. Dus ons advies was niet goed, maar ook niet slecht. Om een betere performance dan de markt te bewerkstelligen waren er andere sectoren die het beter deden.

Voor het komende kwartaal blijft ons advies om deze sector niet in de portefeuille op te nemen. Vooralsnog zijn er geen tekenen dat deze sector de markt gaat outperformen. Sterker nog, het lijkt eerder dat deze sector achter zal blijven.

Telecom sector (Q2 2009: +10,3%): Een sector waar wij ook geen redenen toe zagen om deze op te nemen in onze lijst van koopadviezen. De voornaamste reden daarvoor was dat deze sector tekenen van afzwakking gaf aan het einde van het vorige kwartaal. Deze trend zette zich door en uiteindelijk was het behaalde rendement voor deze sector over het eerste kwartaal het op één na slechtste. Alleen Farmacie deed het slechter. Wij verwachten een klein herstel van deze sector in het lopende kwartaal, maar niet genoeg om het op te nemen in de portefeuille.

Technologie sector (Q1 2009 +20,6%): Wij waren in ons vorige kwartaalbericht enthousiast over deze sector mede omdat het

een van de best presterende sectoren was in het eerste kwartaal van dit jaar en verder omdat het duidelijke kracht toonde ten opzichte van andere sectoren en de markt in zijn algemeenheid. Deze sector heeft zich ook in het tweede kwartaal goed kunnen handhaven en heeft iets beter dan het gemiddelde gepresteerd. Dus ons enthousiasme bleek gerechtvaardigd te zijn. Voor het komende kwartaal zijn er vooralsnog geen tekenen dat deze sector zal afzakken. Aan de andere kant verwachten wij geen spectaculaire stijging voor deze sector maar adviseren toch deze om in de portefeuille te houden.

Industriese sector (Q2 2009: +22,5%): Ook deze sector kreeg van ons een positief advies voor het 2^e kwartaal en ook deze sector wist in die periode de markt te verslaan. Net zoals bij de technologiese sector was ook hier geen sprake van een grote outperformance en deze sector heeft een rustig positief verloop laten zien gedurende het kwartaal. Wij blijven deze sector aanbevelen mede omdat er geen tekenen van afzakking zijn op dit moment.

Vastgoedsector (Q2 2009: +10,7%): Aan het begin van het 2^e kwartaal waren wij positief over deze sector mede door een solide herstel in de eerste weken van april. Wij adviseerden daarom ook om deze sector in de portefeuille op te nemen. Dit advies bleef voor relatief korte duur omdat deze sector niet in staat bleek om de stijgende lijn van de eerste helft van april door te zetten. Daarom hebben wij ook afscheid genomen van deze sector gedurende het tweede kwartaal en hebben kunnen voorkomen de daling in het laatste gedeelte van de periode mee te maken. Op dit moment blijft deze sector zwakte vertonen en komt daarom niet in aanmerking voor onze portefeuille.

Grondstoffen (Q2 2009: +27,4%): Het advies voor deze sector aan het begin van het 2^e kwartaal was "Kopen!". De koers was al gestegen maar dat was geen reden om niet in te stappen. Uiteindelijk de tweede best presterende sector het afgelopen kwartaal. De vraag is op dit moment wat nu?

Vooralsnog is het advies nog steeds kopen. Deze sector is behoorlijk teruggevallen ten opzichte van het hoogste punt in mei maar blijft nog één van onze favorieten.

De laatste sector is **Energie (Q2 2009: +13,2%)**: Was niet in staat om ons te overtuigen om zo op onze koopadvieslijst te komen in het 2^e kwartaal. Achteraf geen slecht advies omdat deze sector een van de slechtst presterende bleek te zijn. De olieprijs steeg weliswaar fors gedurende deze periode maar de oliebedrijven konden daar niet van profiteren qua koersontwikkeling. Wel geeft deze sector nu tekenen van kracht en men kan overwegen om deze in de portefeuille op te nemen.

Er zijn een aantal sectoren waar wij op dit moment positief over zijn, zoals Technologie, Industrials, Basic Materials en Energy, die de laatste week een stuk slechter hebben gepresteerd dan de markt. Daarom is het best mogelijk dat onze adviezen over deze sectoren binnenkort gewijzigd kunnen worden. Met andere woorden, wij worden genooddaakt om afscheid te nemen van deze sectoren net zoals wij afscheid hebben genomen van de vastgoedsector in het 2^e kwartaal.

GRONDSTOFFEN

Goud (\$ 934 per ounce)

Wij gaven in onze vorige *KwartaalVisie* aan om goud als belegging te vermijden. Over de afgelopen drie maanden is de goudprijs met een kleine 1,7% gestegen en is dus ver achtergebleven op de aandelenmarkt. Goud staat bekend als een goede belegging in tijden van angst en wanneer men verwacht dat de inflatie zal aantrekken. Het tweede kwartaal was juist een periode waar de angst in de markt aan het wegebben was - in lijn met onze verwachting - en in een dergelijk marktscenario horen goudbeleggingen niet thuis.

Goud is op dit moment verder aan het afzakken en wij verwachten gedurende dit kwartaal geen herstel van de goudprijs. Ons advies om weg te blijven uit goud wordt dus gehandhaafd.

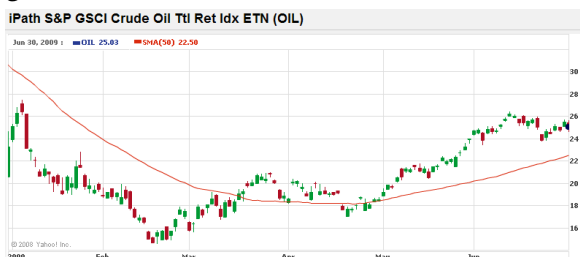


Ontwikkeling GOLD, Bron: finance.yahoo.com

Olie

Olie heeft verbazingwekkend weinig aandacht gekregen ondanks een forse stijging (van \$35 naar \$72) in het tweede kwartaal, om vervolgens weg te zakken naar een niveau van rond de \$62. De stijging van de olieprijs heeft niets te maken met de ontwikkeling van de reële economie. Wij denken dat de stijging uitsluitend te maken heeft met speculanten die de laatste tijd zeer actief zijn geweest op de oliemarkt. In principe is de reden voor een koersstijging minder interessant voor ons, maar het is wel belangrijk om de onderliggende fundamentele en oorzaken te weten. Zonder deze informatie is het niet mogelijk om een strategie van risicomanagement toe te passen zoals wij dat doen.

De ontwikkeling van de olieprijs over de afgelopen periode blijft voor ons reden om daar voorsnog vanaf te zien. Wij zijn ervan overtuigd, zoals aangegeven in onze vorige *KwartaalVisie* dat olie een interessant beleggingsalternatief is voor de langere termijn, maar de timing van wanneer het tijd is om in te stappen is, en blijft, belangrijk voor ons. Je kunt je geld maar één keer uitgeven (lees beleggen) en het belangrijkste voor ons is om de allocatie zo goed mogelijk te doen op basis van relatieve kracht. Olie geeft op dit moment tekenen van relatieve zwakte en geniet derhalve niet onze voorkeur.



Ontwikkeling OIL, Bron: finance.yahoo.com

Agrarische Grondstoffen

Voor agrarische grondstoffen geldt in feite hetzelfde als voor olie. Achtergebleven bij het herstel van de aandelenmarkt op korte termijn. Maar ook hier is onze lange termijn visie dat de prijzen gaan herstellen. Het is even afwachten of wij hier ook gelijk in krijgen.

VALUTA

Het meest interessante op dit moment wat betreft valuta is niet zozeer de verhouding Yen - Dollar - Euro - Pond etc., maar de discussie over een nieuwe wereldhandelsvaluta.

China, waar de dollarvalutareserves inmiddels hun oren uitkomen, heeft al een tijd geleden aangekondigd dat ze inmiddels genoeg "greenbacks" hebben en dat ze graag handel willen bedrijven met andere landen, maar dan in lokale valuta's en dat ze op zoek zijn naar een andere wereldhandelsvaluta dan de US Dollar. Dit kan grote gevolgen hebben voor de traditionele internationale valuta's. Helaas is de Euro voorsnog geen kandidaat voor de Chinezen als vervanging voor de Dollar. Aan de andere kant is het moeilijk voor te stellen dat ze de Roepie, de Real of de Roebel naar voren zullen dragen. Maar waarom niet een mandje genoemd R4 (Renminbi - Roepie - Real - Roebel). Dan hebben de BRIC-landen hun eigen R4 valuta gecreëerd. Bilaterale handels- en valutaovereenkomsten tussen China, India en Brazilië zijn er al. Het wachten is op het toetreden van de ijzersterke en oliegladde Roebel. Ik ben nooit een echte voorstander geweest van de Euro, om het zachtjes uit te drukken, maar als het alternatief R4 wordt weet ik wel waar mijn voorkeur naar uitgaat.

Voorlopig is het nog niet zover en het is waarschijnlijk niet in het eigen belang van China om snel de US dollar te dumpen. Daarvoor hebben ze er simpelweg teveel. Maar op het moment dat de economie in de VS weer structureel verbeterd is en de dollar gesteund wordt door een gezonde handelsbalans en een niet te groot begrotingstekort kan het best zo zijn dat de

Chinezen de mogelijkheid zien om hun dollarposities af te bouwen. Maar wacht even. Dan hoeft het toch niet meer? Waarom zou China de dollar dumpen als de economie van de VS weer op orde is? Dan is het toch veel beter om deze te houden dan te hopen dat de Roebel of de Real of de Roepie niet onderuit gaat.

Als ik erover nadenk lijkt het toch niet zo verstandig, die R4. Wellicht moet het als begrip voor een snelle sportieve auto blijven.

SHIPPING

In de voorgaande *KwartaalVisie* hebben wij u beloofd om nader in te gaan op deze sector. De voornaamste reden daarvoor is dat de Baltic Drybulk Index (die al meer dan 100 jaar bestaat) ineens de aandacht heeft getrokken en zonder teveel kennis en kritische blik wordt gezien als een betrouwbare "leading indicator", dus een indicator die vroegtijdig kan aangeven wanneer het herstel zich voordoet. Was de wereld maar zo eenvoudig.

Maar laten we eens proberen een kijkje onder de oppervlakte van deze BDI te nemen om wat meer begrip voor de scheepvaart als mogelijke leading indicator te krijgen.

Ten eerste is dit een index voor transportkosten voor schepen die droge bulk ladingen vervoeren (Dry Bulk Index). Transportkosten voor vervoer van bijvoorbeeld ruwe olie en olieproducten of containers vallen daar dus buiten.

Deze droge bulklading schepen vervoeren voornamelijk kolen, ijzererts en granen. Van deze drie zijn de twee eerste typische grondstoffen voor de industrie en als zodanig een goede graadmeter van hoe het met deze sector gaat. Maar ook vervoer van ruwe olie en olieproducten wordt gezien als een belangrijke graadmeter van de economische activiteit binnen het industriële segment, en daar zegt deze index niets over.

Een ander element dat een belangrijke rol speelt is het totstandkomen van de transportkosten ofwel de "huurprijs" die de

reder krijgt voor het vervoeren van de goederen. Deze transportkosten (die worden uitgedrukt in de BDI index) zijn afhankelijk van de verhouding tussen het aanbod van ladingen (zoals kolen en ijzererts) aan de ene kant en vervoerscapaciteit (schepen) aan de andere kant. Met heel weinig aanbod van lading en een schaarste van schepen kan makkelijk een hoge transportprijs tot stand komen. Maar om te concluderen dat dat een goed teken is voor de economie is een beetje te kort door de bocht.

Wat ik daarmee probeer te illustreren is dat het vrachtvolume veel belangrijker is dan het niveau van deze index sec. Het kan bijvoorbeeld ook zo zijn dat er heel veel aanbod van ladingen is maar omdat er ook heel veel vervoerscapaciteit is (veel schepen) kan de index laag blijven terwijl de economische activiteit (op basis van vervoer van grote volumes van deze grondstoffen) op een hoog niveau ligt.

De BDI is vanaf het laagste niveau begin dit jaar (rond een niveau van 960) gestegen naar bijna 4.300 in mei). Inmiddels is deze teruggevallen naar 3.100 (week 28). De index bereikte zijn hoogste punt in deze cyclus in april vorig jaar met een niveau van ongeveer 11.400. Dat betekent een daling van 92% vanaf april tot december vorig jaar.



BDI, Bron: Bloomberg.com

De stijging in de eerste helft van 2009 was zeer opvallend. Aan de ladingkant nam de vraag vanuit China, en deels India, fors toe. Zoals eerder in deze *KwartaalVisie* aangegeven, een van de voornaamste redenen van deze economische recessie was de extreem snelle afbouw van voorraden in de hele keten van producent naar detaillist. In de periode

februari tot april dit jaar begonnen China en India hun grondstofvoorraden weer aan te vullen vanaf een bijna nul-niveau. Het transportvolume nam fors toe en dat had een zeer gunstige invloed op deze transportindex. Inmiddels is de vraag weer afgenomen – de Chinese minister van Industrie heeft zelfs officieel aangekondigd dat ze voorlopig klaar zijn met het aanvullen van hun grondstofvoorraden.

Aan de shippingkant heeft het volgende zich voorgedaan in de afgelopen 18 tot 24 maanden. Met de goede vrachtprijzen in 2007 en 2008 gingen de reders en masse naar China, Japan en Zuid-Korea om nieuwe schepen te bestellen. Met een bouwtijd van ongeveer 12 – 15 maanden betekent dit dat vanaf begin dit jaar een grote hoeveelheid nieuwe transportcapaciteit (lees: nieuwe schepen) op de markt kwam. Omdat de vrachtprijzen begin dit jaar zo belabberd waren hebben sommige reders hun bestellingen gecancelled maar er zijn genoeg (waarschijnlijk teveel) nieuwbouwschepen die in de loop van dit en volgend jaar op de markt komen om voor een ruim aanbod van transportcapaciteit te zorgen.

En dit is eigenlijk de essentie van dit verhaal over de scheepvaartmarkt en de “leading indicator” eigenschappen van de BDI, te weten:

De sterke stijging in het voorjaar van dit jaar van de BDI had weinig of niets te maken met een opleving van de economie. Het was een opleving veroorzaakt door het vervangen van zo goed als lege voorraden in China en India.

Als de vraag naar grondstoffen zoals kolen en ijzererts toeneemt in de komende maanden als gevolg van een meer structureel herstel van de economie zal dat niet noodzakelijkerwijs tot een stijging van de BDI leiden. Immers met de komst van heel veel nieuwe schepen dit en volgend jaar kan het best zo zijn dat de toenemende vrachtvolumes worden vervoerd tegen lagere transportprijzen vanwege het overaanbod van schepen.

In dat geval gaat de BDI dalen terwijl de economie herstelt. Wat van veel groter belang

is – voor degenen die een goede “early indicator” willen hebben voor het economisch herstel – is te kijken naar het transportvolume en niet naar de vrachtprijzen.

CONCLUSIE

Wij kunnen constateren dat ons optimisme voor het tweede kwartaal wat betrof de beurzen gerechtvaardigd was en dat wij daarbij ook in staat waren om de goede en minder goede sectoren aan te geven. Wij zijn optimistisch gestemd voor bepaalde sectoren. Ook onze sombere stemming wat betreft de economische ontwikkeling in Europa, VS en Japan bleek gerechtvaardigd te zijn.

Voor het komende kwartaal zijn wij een stuk voorzichtiger wat betreft de beurzen. Een pauze dan wel een terugval in de aandelenindices is een stuk waarschijnlijker dan een verdere stijging op dit moment. Daarom is het ook zeer lastig om de richting aan te geven voor de verschillende sectoren voor dit kwartaal. Wij denken dat de enige positieve uitschieters dit kwartaal te vinden zijn onder de sectoren niet-duurzame consumentengoederen, farmacie en telecommunicatie. De rest zal waarschijnlijk achterblijven. Maar zoals aangegeven, denken wij dat dit een korte termijn verschijnsel is en dat deze beweging een kans is voor pure traders en niet voor beleggers die een langere termijn visie hebben.

Wij maken ons geen zorgen over inflatie en verwachten dat de rente onveranderd zal blijven.

Op de valutamarkt zien wij eigenlijk ook geen grote bewegingen. De Japanners zullen de Yen in de gaten houden zodat die niet te sterk wordt. De Amerikanen zullen zoals gebruikelijk niets doen en Europa zal aan haar lot worden overgelaten. Gesprekken over een alternatieve wereldhandelsvaluta zullen naar onze verwachting tot niets leiden. Zeker niet op korte termijn.

The Dreaded Double Dip

There are few worse fears among the seers who give guidance to The Street,
Than an upward turn they claimed to discern that suddenly beats a retreat.
Then to save their reps, with practiced steps, they quickly do a back flip,
And loudly amend: "This might portend, the dreaded double dip."

Just as camels can have a single hump or be burdened down with two,
Economies sometimes follow a path that resembles a double-u;
And just when you think the worst is behind and profits are set to soar,
The edifice takes another lurch and you're worse off than before.

I've not come by to ruin your day with news of a sad Second Coming;
Indeed, such seer-like word display strikes me as unbecoming.
I'll only state, that the usual fate, that follows a glimmer-based bubble,
Is a market that trips, and double dips, to clear out its leftover rubble.

©2009 Michael Silverstein, www.wallstreetpoet.com

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

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: info@firstcapital.nl