

## THE GOLDILOCKS ECONOMY

Het afgelopen kwartaal was een goede op de financiële markten. Aandelen- en obligatiekoersen stegen gebroederlijk simultaan nadat de Federale Bank van Amerika besloot om de korte rente ongemoeid te laten. Als er een minpunt was dan was dat te vinden op de grondstoffenmarkt. Daar daalden de koersen van bijvoorbeeld olie en goud flink.

Tevens wist er in september een Amerikaans hedgefund, waar wij gelukkig niet in belegden, 6.5 miljard dollar te doen verdampen door een verkeerde visie op de gastermijnmarkt.

Koersen van aandelen en obligaties stegen als gevolg van het vertrouwen van beleggers in een "zachte landing" van de Amerikaanse economie. De groei zal wat matigen en de rente kan ook weer wat omlaag. Angst voor inflatie werd deels tenietgedaan door de correctie op de oliemarkt. Kortom, het lijken haast ideale marktomstandigheden of zoals de Amerikanen zeggen: een "Goldilocks Economy". De stand van de Dow Jones Industrial index heeft dan ook eind september een nieuw historisch hoogtepunt bereikt.

### Economie

Zoals wij in onze vorige *KwartaalVisie* schreven is de FED tegenwoordig behept met het kiezen tussen ofwel het bestrijden van twee kwaden. De ene is de strijd tegen inflatie en de andere is de huizenmarkt. De FED wil enerzijds prijsstabiliteit handhaven en tegelijkertijd zorgen dat de huizenmarkt niet oververhit instort.

De markt is thans van mening dat de FED de economie succesvol heeft laten laveren tussen te heet en te koud. Zij heeft de inflatie kunnen beteugelen zonder de huizenmarkt te laten ploffen. De economie zal dan ook in een gematigder tempo kunnen doorgroeien.

Daarom is dan ook de rente niet voor de 18e keer op rij verhoogd door de FED. Er zijn nu zelfs strategen die in plaats van een pauze in

de renteverhogingen durven spreken over rentedalingen.

Citigroup bijvoorbeeld, denkt dat dit zal gebeuren in het eerste kwartaal van 2007.

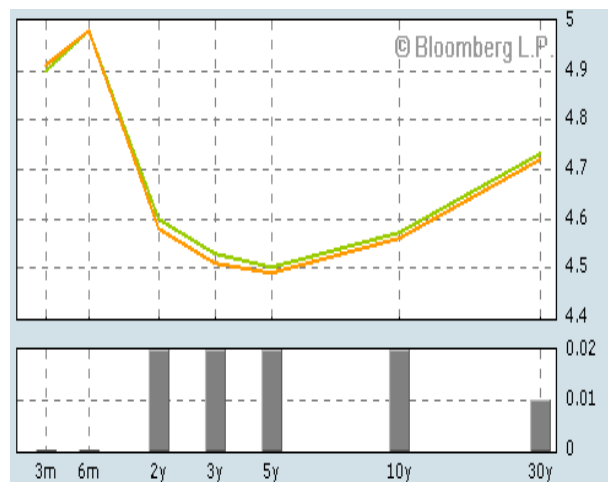
Toch is er niet zoveel harmonie op de financiële markten als het huidige sentiment en de koersen doen geloven.

Als het zo is dat wij de trend van stijgende rentes achter ons hebben bevinden wij ons in een periode en een markt die typisch kwetsbaar is en fors kan corrigeren. De focus van beleggers op gematigde groei, met lagere rentes kan zo weer omslaan in negatief sentiment met de focus op een zwakke economie en lagere winsten.

Er zijn naar onze mening ook nog veel belangrijke indicatoren die wijzen op een reële mogelijkheid dat de inflatie nog niet is beteugeld en dat de huizenmarkt harder gaat dalen dan nu wordt aangenomen.

Enkele daarvan sommen wij voor u op:

- De rentecurve is nog steeds invers. Sterker nog, de lange rente is verder gedaald, waarbij de curve nog meer invers is geworden. Een scenario dat verdisconteerd is in de aandelenmarkt zou een andere rentecurve moeten geven. Op zijn minst zal deze weer vlak moeten worden.

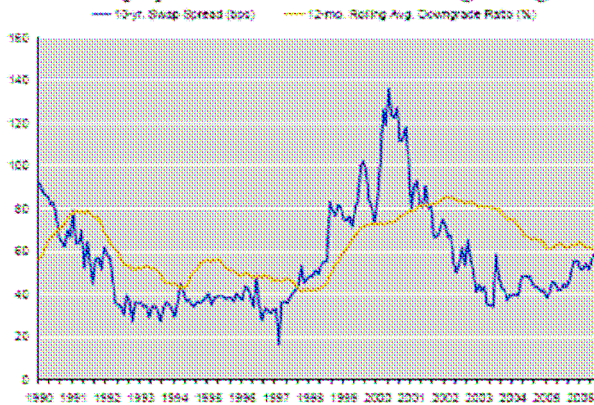


Grafiek: Amerikaanse rentecurve, Bron: Bloomberg

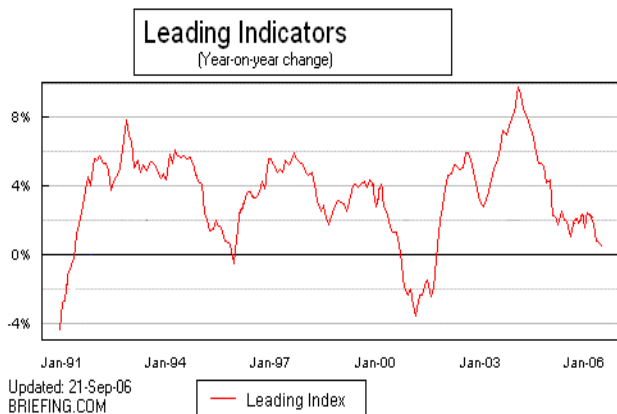
- De grondstoffenmarkt maakt op dit moment haar scherpste maandelijkse daling sinds 1974 mee. Of wij nu spreken van een technische correctie waarbij speculatie uitgeknepen wordt of van een dalende trend vanwege een structureel lagere vraag naar grondstoffen en olie vanwege lagere groei zal de toekomst moeten uitwijzen.

Credit spreads, het verschil tussen rendement in Staatsobligaties en bedrijfsobligaties, worden groter. Dit marktgedrag is ook kenmerkend voor periodes voor een recessie. Wijdere spreads suggereren meer risicoaversie.

Chart 4. Swap Spreads Versus 12-Month Rolling Downgrade Ratio

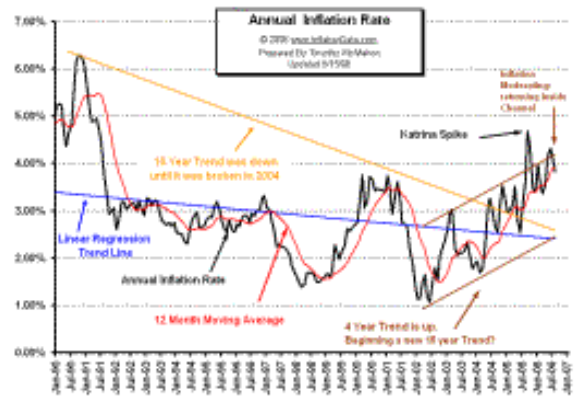


De Leading Indicators, de naam zegt het al, een index die de leidende (marktvooruitsnellende) economische indicatoren weerspiegelt, dalen al geruime tijd.



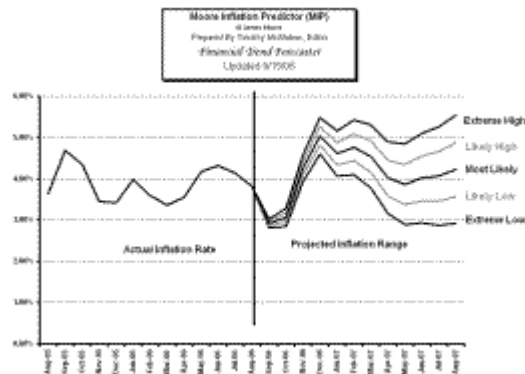
- Is inflatie daadwerkelijk weer aan het dalen?

In eerste instantie wel. De 20% daling van de olieprijs zal tot uitdrukking komen in een lagere inflatiegroei. Zeker als men deze cijfers afzet tegen die van dezelfde periode van vorig jaar toen de orkaan Katrina de prijzen kortstondig opjoeg.



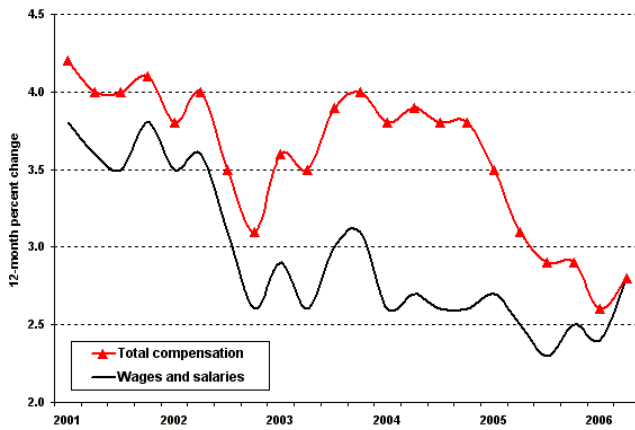
Grafiek: Jaarlijkse inflatie, Bron: Inflationdata.com

De trend is echter nog opwaarts gericht. De welbekende Moore Inflation Predictor voorspelt dat de daling hiervan tijdelijk zal zijn en dat inflatie absoluut en relatief gezien nog hoog zal blijven.



Zelfs de FED heeft op 20 september nog aangegeven dat door toedoen van de lagere olieprijs de inflatiedruk wat is afgenomen, maar dat het inflatierisico nog steeds intact is. Wellicht komt dit risico door de weer stijgende lonen in de VS.

Het volgende cijfer komt eind oktober naar buiten. Wij verwachten dat het percentage dan boven de 3% zal uitkomen.



Waarom zou de Amerikaanse huizenmarkt niet hard kunnen landen?

Onderstaand treft u enkele feiten aan die een bubbel in de huizenmarkt tekenen:

32% van alle afgesloten hypotheeklen in 2005 had geen vorm van onderliggende kapitaalverzekering en betroffen zoals wij dat hier noemen aflossingsvrije hypotheeklen.

43% van alle starters op de Amerikaanse woningmarkt in 2005 financierde de eerste woning zonder eigen geld.

Maar 15% van alle huizenkopers in 2005 heeft bezittingen die 10% of meer waard zijn dan hun woning.

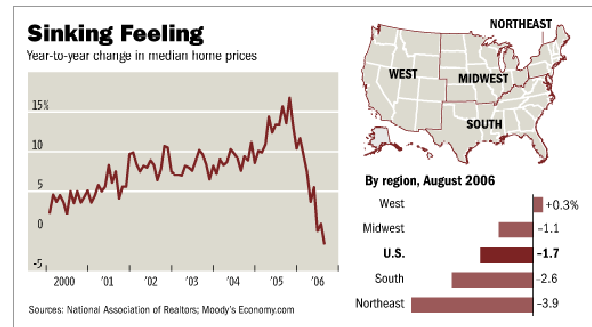
In 2006 en 2007 zal voor \$ 2.7 triljoen aan hypotheeklen kampen met nieuwe hogere rentetarieven.

Volgens het Amerikaanse Realty Trac, waren de gedwongen executies in augustus 23% gestegen ten opzichte van juli en met 53% ten opzichte van augustus vorig jaar.

Het aantal nieuwe woningen dat verkocht is daalde vorige maand met 22% en bestaande woningverkoop daalde met 11%.

De huizenprijzen zijn vorig kwartaal gelijk gebleven terwijl de mate van stijging een kwartaal daarvoor nog 15% bedroeg. (Bron: NAR).

In sommige staten zijn de huizenprijzen al aan het dalen. Een landelijk gemiddelde huizenprijzendaling is niet meer gezien sinds 1933. Onderstaand treft u dit illustratief aan.



De Amerikaanse consument bepaalt grosso modo voor driekwart de totale economische groei in de VS. Dit doen zij door te consumeren en schulden op zich te nemen. Deze consumptie heeft de afgelopen 6 jaar een sterke groei laten zien dankzij de ontwikkelingen in de huizenmarkt en de dalende rente.

Zie onze vorige KwartaalVisie voor meer details. Gezien de wankelende positie van de huizenmarkt en een variabele hypotheekmarktrente die in 6 jaar tijd van 2% naar 7% is gestegen, is de kans op minder consumptie erg groot. Er is geen overwaarde meer die opgesoupeerd kan worden.

Consumptieve bestedingen zullen dalen door hogere woonlasten, hogere benzineprijzen en hogere ziektekosten.

Nieuwe groeiimpulsen kunnen niet echt van elders worden verwacht. De werkgelegenheid lijkt uit te toppen. De bezettingsgraad en de mate van efficiëntie van de economie kunnen haast niet hoger en de industriële productie is ook aan het dalen.

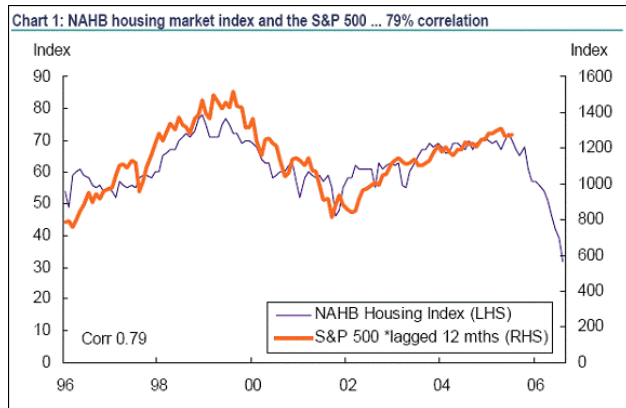
Een grote groep Amerikanen loopt de kans hun woningen op last van de banken gedwongen te moeten verkopen.

De voorzitter van General Electric, Jeffrey Immelt zei onlangs nog dat de Amerikaanse consument alle schuld die zij kunnen hebben reeds op zich genomen hebben en hij denkt dat het moeilijk wordt nog meer kracht uit de consument te halen. General Electric verleent onder andere particuliere kredieten. Deze divisie is goed voor 40% van de totale omzet van GE dat gerekend mag worden tot de top 5 van grootste bedrijven wereldwijd.

Al deze ingrediënten kunnen voer worden voor een negatieve spiraal die kan leiden tot een globale recessie en een forse correctie op de aandelenmarkt, omdat dit scenario

vooral nog wordt genegeerd. Zoals eerder genoemd, het sentiment is nu gefocussed op lagere inflatie en gematigde groei.

Onderstaand treft u een grafiek aan die de huizenprijsontwikkeling samen met de ontwikkeling van de S&P500 index over de afgelopen tien jaar weergeeft. De ontwikkeling van de S&P500 is met twaalf maanden vertraagd.



Wij schrokken hier ook van toen wij dit zagen. De correlatie is verbluffend hoog en voerspelt weinig goeds.

Zoals wij vorig kwartaal berichtten zijn de cycli van de Europese en Aziatische economieën nog opwaarts gericht. De vraag is nu echter hoe sterk deze economieën zullen blijken als zij te kampen krijgen met lagere Amerikaanse groei. Uit historisch perspectief kan verwacht worden dat de economieën dankzij de toegenomen globalisering meer gecorreleerd zijn geraakt aan elkaar.

Als men naar een goede voorspeller als de aandelenmarkt kijkt, ziet men voor met name Europa dit keer misschien een ander beeld ontstaan.



Bron: Petercam

Wellicht is deze outperformance te verklaren vanwege betere fundamenten in Europa en lagere waarderingen.

Zoals de beurswijsheid stelt heeft de markt altijd gelijk en zullen wij waarschijnlijk niet in een scherpe recessie belanden.

Toch vinden wij de globale marktrisico's hoog op het moment. Wij achten de kans dat de Amerikaanse economie harder afkoelt dan nu wordt aangenomen groot. Het is dan ook een dun koord waar de Amerikaanse economie op balanceert. Het is evident dat het bij uitkomst van invloed zal zijn op onze beurzen en met name de AEX-index, gezien het multinationale karakter van de zwaargewichten in deze index. Het heeft dan geen zin om in Europa of Azië te gaan schuilen tot de storm is overgewaaid.

De huizenprijsontwikkeling wordt dan ook door ons zeer nauwgezet gevolgd.

### Aandelen

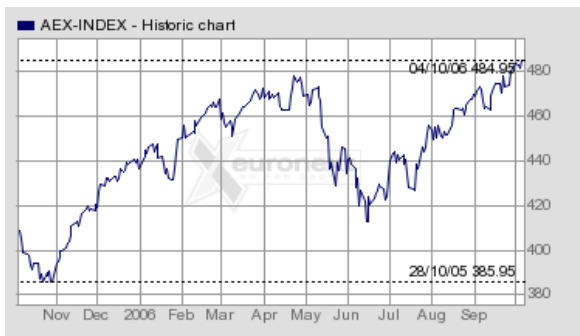
Na wat afkoeling in het vorige kwartaal deden de aandelen het wereldwijd goed in het derde kwartaal.

In Local Currency			
Name	9/30/2006	QTD	YTD
EMU	215.187	7.13%	10.84%
EURO	1,159.361	7.04%	10.25%
EUROPE	1,402.162	5.62%	8.85%
FAR EAST	1,103.237	2.45%	1.13%
G7 INDEX	908.533	4.09%	5.70%
NORDIC COUNTRIES	5,463.383	5.37%	7.92%
NORTH AMERICA	1,416.277	4.62%	6.35%
PACIFIC	924.549	2.23%	2.17%
PAN-EURO	1,137.187	5.41%	8.27%
THE WORLD INDEX	1,031.856	4.57%	6.42%

Zoals gezegd, de Dow Jones bereikte een nieuw record. Dit mag van de Nasdaq of zelfs de AEX nog niet gezegd worden.

De AEX-index steeg in het derde kwartaal met 9.85%. voor het gehele jaar laat de AEX-index een stijging zien van 10.7%. Hiermee presteert het beduidend beter dan de MSCI wereld index die maar 1.7% steeg tot nu toe.

De sector technologie scoorde het best afgelopen kwartaal, terwijl de sectoren die gerelateerd zijn aan de grondstoffenmarkt het zwaar hadden.



De winstgroei van bedrijven zal de komende kwartalen wat matigen als gevolg van de afzwakkende economie in de VS. In Europa en Azië zal het effect daarvan enkele kwartalen later merkbaar zijn.

Wij denken dat de correctie op de olie en grondstoffenmarkt zal doorzetten als gevolg van afnemende vraag en speculatie in de markt. Als de VS minder zal consumeren, zal simpel gezegd China minder produceren en dus minder vraag naar grondstoffen hebben. Circa 45% van alle export van China gaat dan ook naar de VS. Wij hebben dan ook reeds winst genomen op de oliegerelateerde aandelen zoals Fugro en SBM Offshore.

Wel maakt deze correctie bedrijven die moeite hadden de gestegen grondstoffenprijzen door te berekenen aantrekkelijker. Als voorbeeld hiervoor dient Crown Van Gelder. Deze papierfabriek kon de prijzen met moeite verhogen vanwege een sterk concurrerende markt.

Sectoren die wij de komende tijd kansrijk achten zijn:

- Farmacie
- Telecom
- Nutsbedrijven
- Industrie (selectief gesproken)

Qua stijl opteren wij voor een waarde benadering van aandelen die weinig tot geen risico op teleurstelling herbergen als gevolg van te hoge, nog waar te maken waarderingen.

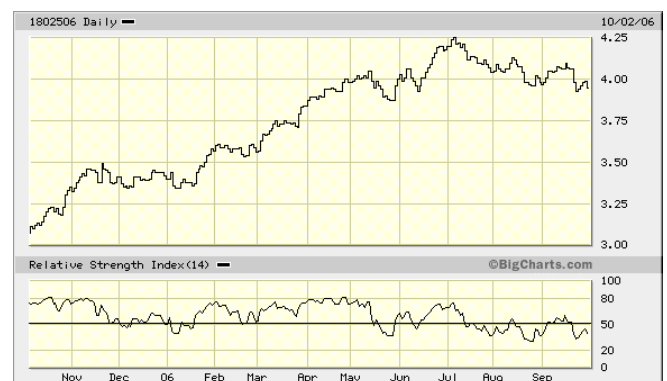
### Obligaties

De obligatiemarkt hield al eerder dan de aandelenmarkt rekening met afnemende groei. De kapitaalmarktrente daalde flink en derhalve stegen de koersen van de obligaties eindelijk weer eens. In onze visie wordt de obligatiemarkt weer aantrekkelijk om meer in te beleggen. Wij verhogen onze weging in vastrentende waarden.

### MSCI Euro Credit Bond Index

Performance 3 oktober 2006

Total			
Period	Return	Price Appr.	Int. Return
Month	-0.07%	-0.10%	0.03%
YTD	0.17%	-2.99%	3.15%
2005	4.28%	-0.04%	4.32%
2004	7.63%	2.87%	4.77%



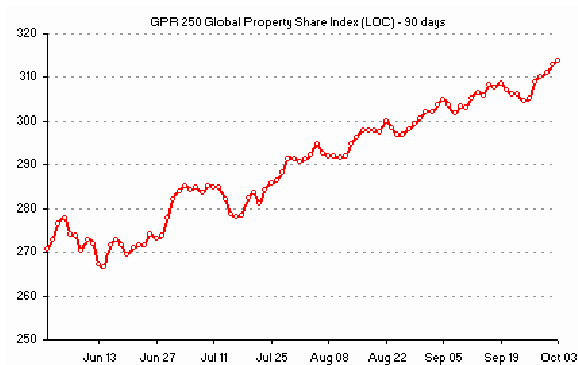
Grafiek: Kapitaalmarktrente Eurozone, Bron: Bigcharts



Grafiek: Kapitaalmarktrente VS. Bron: Bigcharts

### Vastgoed

De dalende kapitaalmarktrente deed de vastgoedaandelen ook veel goed.



Grafiek: GPR250 Global vastgoedindex, Bron: Global Property Research

De stijging in het laatste kwartaal met meer dan 16% is meer dan sterk te noemen. Gek genoeg zijn de negatieve factoren die van invloed zijn op de winkel en kantorenmarkt nog steeds van kracht. De economische bedrijvigheid trekt weliswaar aan, maar het aanbod van leegstaande kantoren en winkels is zo groot dat het nauwelijks effect zal hebben.

In het licht van weer afvlakkende groei denken wij dat de mate van rendementen nog steeds bepaald worden door de richting van de kapitaalmarktrente.

De correlatie tussen de twee is thans erg sterk te noemen.

Rest wel het feit dat het gros van de beursgenoteerde vastgoedfondsen gemiddeld met een premie van 25% noteert ten opzichte van de intrinsieke waardes.

De Volkskrant kwam in juli met een artikel dat meldde dat door toedoen van leegstand en gestegen rentes eenvijfde van de besloten Nederlandse vastgoedfondsen in geldnood zit. Schijnbaar liggen de kosten van onderhoud en beheer thans hoger dan de huurinkomsten.

Er zijn de afgelopen jaren circa duizend vastgoedvehikels voor Nederlandse particuliere beleggers opgetuigd, zoals cv's, vastgoedgerelateerde obligaties en maatschappen.

Ons credo is dan ook, wees zeer kritisch en selectief met uw vastgoedbeleggingen. Het beste vastgoed is uiteindelijk uw eigen (eerste of tweede) huis of kantoor.

### Commodities

De Reuters CRB Commodity index liet zoals gemeld een flinke daling zien.



De prijs van ruwe olie daalde in korte tijd met meer dan 20%. Goud daalde met 24% vanaf haar top in juni.

Terwijl dieven onlangs in België elektrocutie voor lief namen terwijl zij koper aan het stelen waren op het spoor daalde op de beurs de prijs van het metaal met bijna 14% vanaf de top.

In het kader van onze visie zijn wij voornemens de weging die wij hebben in deze sector af te bouwen ten faveure van vastrentende waarden.

### Hedge Funds

Dit kwartaal stond de ondergang van het vlaggenschipfonds van Amaranth Advisors centraal.

Een verkeerde visie op het verschil tussen de contante en toekomstige prijs van gas resulteerde in een verlies van maar liefst \$ 6.5 miljard!

Dit verlies is groter dan het Long Term Capital Management debacle van 1998, dat destijds de financiële markten deed wankelen en enkel dankzij het ingrijpen van de Federale bank werd een financiële crisis voorkomen.

Gek genoeg lijken de financiële markten er nu geen last van te hebben, maar het zal ons inziens de vraag naar meer toezicht op hedgefunds versterken.

De hedgefunds presteren in het algemeen nog steeds slechter dan de gemiddelde aandelen indices.

De HFRX Global Hedge Fund index luidend in euro's steeg niet noemenswaardig.

#### HFRX Global Hedge Fund EUR Index

30 September 2006

Month	0.33%
YTD	2.03%
Value	1171.55
2005 Total	1.32%

#### Stagflation Redux?

*When growth is fast and prices spike*

*The fed gives in'trest rate a hike.*

*When economic numbers slump*

*The fed moves quick to prime the pump.*

*But now poor Ben's brainy crew*

*Can only wonder what to do.*

*With oil pushing up inflation*

*And threatening to spawn stagnation*

*There's fears an old abomination*

*Might reappear – the dread stagflation*

2005 Michael Silverstein

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](mailto:melchert@firstcapital.nl)