

VISIE & PROGNOSE 1^e HELFT 2008

TERUGBLIK 2007

De financiële markten in 2007 kenmerkten zich als zeer nerveus en erg beweeglijk, waarbij wij mogen spreken van een uitzonderlijk jaar met veel grote bedrijfsovernames, daling van de dollar met ca. 10% ten opzichte van de euro, alsmede forse olie-, grondstoffen- en voedselprijsstijgingen van meer dan 50% en het was vooral ook het jaar van een (beginnende) bankencrisis. Tevens is duidelijk geworden dat de internationale banken, gedreven door hebzucht en een extreme bonuscultuur, een kredietcrisis hebben veroorzaakt, die de financiële wereld op zijn grondvesten deed trillen.

Ondanks deze gebeurtenissen was het opvallend dat de groei van de wereldeconomie vooralsnog op een hoog niveau is gebleven en de financiële markten in het algemeen goed stand hebben gehouden.

Door de kredietcrisis zijn de gunstige beleggingsresultaten van het eerste halfjaar wel als sneeuw voor de zon verdwenen voor de meeste beleggingscategorieën en kregen de beleggers na 4 goede beleggingsjaren hier en daar te maken met aanzienlijke verliezen.

De wereldwijde economische groei was in 2007 volgens het IMF met 5,2% bovengemiddeld. Met name de opkomende markten hebben hiervoor zorggedragen.

De Amerikaanse economische groei liet in het 1^e kwartaal een zorgwekkende vertraging zien, maar herstelde zich opmerkelijk tot ca. 4,7% ondanks de forse daling van de huizenprijzen en bankencrisis. Wel heb ik mijn twijfels of de gepubliceerde economische cijfers de werkelijke situatie hebben weergegeven.

De economische groei in Euroland was in het eerste halfjaar boven verwachting, maar is het tweede halfjaar duidelijk aan het afnemen naar ca. 2%.

In Japan blijft het moeizaam gaan met het economische herstel, met name de vertraging van de bouwsector zorgde de laatste maanden voor een groeivertraging van 2,1% naar 1,2%.

De opkomende economieën konden in het algemeen de bovengemiddelde krachtige economische groei handhaven. Met name landen als China en India konden wederom een economische groei van ca. 10% laten zien. Ook hier kun je twijfels hebben bij de betrouwbaarheid van deze economische cijfers.

De Internationale aandelenbeurzen hebben in 2007 driemaal een aanzienlijke correctie moeten verwerken wat zorgde voor veel onzekerheid.

In Europa was de beurs van Duitsland een opvallende uitzondering met een stijging van ca. 22%. Finland (20%), Griekenland (17,5%) en Portugal (16%) lieten een bovengemiddeld rendement zien, terwijl de beurzen van Italië (-7%) en België (-5,5%) opvielen met een benedengemiddeld rendement. De beurs van Ierland was met een daling van 26% een opvallende uitzondering.

De Nederlandse aandelenbeurzen hielden redelijk stand met dank aan de overnames van ABN/AMRO, Vredion, Hagemeyer, Getronics en Numico. Het rendement was voor de AEX hierdoor zelfs 4% positief in plaats van ca. 0,5% negatief wanneer de overnames niet zouden hebben plaatsgevonden. De *Midkap-index* liet daarentegen een daling van ca. 3,5% zien.

In het *Verre Oosten* was het aandelenrendement zeer uiteenlopend. Japan stelde wederom teleur met een negatief rendement van ca. 11%, terwijl de lokale beurzen van China, na 95% in 2006, wederom een stijging van ca. 90% lieten zien.

Ondanks de daling van de huizenprijzen en de bankencrisis hielden de *Amerikaanse aandelenbeurzen* met een positief rendement van ca. 6% voor de Dow Jones, ca. 9% voor de Nasdaq en ca. 3% voor de S&P 500 opmerkelijk stand op een hoog niveau.

In tegenstelling tot mijn verwachting lieten de Emerging Markets aandelenbeurzen een bovengemiddeld rendement zien en toonden veel veerkracht door snel te herstellen van de forse correcties, die zich hebben voorgedaan. De beurzen voor Latijns-Amerika lieten een plus zien van gemiddeld 40% en de beurzen in Azië exclusief Japan gemiddeld 30%. Rusland liet na de verkiezingen een opmerkelijk herstel zien van 1,5% daling in het eerste halfjaar naar een plus van ca. 20%, terwijl Turkije 42% koersstijging liet zien.

De *Europese obligatiebeleggers* in Staatsleningen hielden de schade beperkt in 2007 met 1,5% totaal rendement voor de 10 jarige Staatslening (koersverlies van ca. 2,5% met een rentecoupon van 4%) dankzij de vlucht naar zekerheid.

De *Japanse obligatiebeleggers* moesten gelijkwaardige koersverliezen incasseren bij een couponrente van 1,5%. Dit terwijl de *Amerikaanse* obligatiebeleggers het jaar goed konden afsluiten met een totaalrendement van ca.7% in dollars dankzij koerswinsten van ca. 3% in het laatste kwartaal, waardoor de lange rente in Amerika sinds jaren lager is dan de lange rente in Euroland. De zogeheten subprime-hypotheken en de door de banken in de periode 2004 en 2006 gestructureerde obligatiebeleggingen hebben verliezen geleden van soms wel 50%.

Voor de *vastgoedbeleggingen* middels beursgenoteerde vastgoedfondsen begon het jaar hoopgevend, maar in de loop van het jaar zijn de koerswinsten omgezet in koersverliezen van gemiddeld meer dan 12%, waardoor de overdreven overwaardering nu grotendeels is verdwenen.

De Europese beleggers in *risicoloze beleggingen* op spaarrekeningen en/of kortlopende deposito's zagen hun rentevergoeding aanzienlijk stijgen, door de renteverhogingen van de Europese Centrale Bank vanaf medio 2006 van 2,25% naar thans 4%. Terwijl uiteindelijk ook de banken door de toenemende concurrentie en wederzijds wantrouwen werden gedwongen de renteverhogingen ook door te geven aan hun cliënten.

De rente in Amerika is door de kredietcrisis in korte tijd van 5,25% verlaagd naar thans 4,25% terwijl de Japanse korte rente ondanks een verwachte verhoging vooralsnog gelijk is gebleven op 0,5%.

Macro-economische vooruitzichten

De **OESO** heeft de verwachting uitgesproken dat de wereldeconomie in 2008 zal afkoelen door de daling van de huizenprijzen en de aanhoudende kredietcrisis en dat Amerika een recessie zal weten te voorkomen. Men spreekt voor de 30 lidstaten de verwachting uit dat ten opzichte van de vorige prognose de economische groei met 0,4% zal dalen naar 2,3%.

Tevens plaatst men de kanttekening dat mochten de huizenprijzen verder dalen dan gedacht en mede hierdoor opnieuw onrust ontstaat op de financiële markten en eveneens de grondstofprijzen verder zullen stijgen, de economische groei nog lager zal uitkomen voor de lidstaten.

Ook de Chinese autoriteiten krijgen een dringend advies van de OESO hun munt sneller in waarde te laten stijgen ten opzichte van de belangrijkste handelspartners om oververhitting van de Chinese economie te voorkomen.

Anderzijds denkt men dat de lage werkloosheid, de hoge winstgevendheid van de bedrijven en de sterke groei van de opkomende economieën ervoor kunnen zorgen dat de klappen voor de economie minder hard zullen aankomen dan in het verleden.

Persoonlijk blijf ik de mening toegedaan dat Amerika wel tijdelijk in recessie zal belanden, omdat mijns inziens de huizenprijzen in Amerika nog niet het dieptepunt hebben bereikt en wij nog maar het topje van de ijsberg van de bankencrisis hebben gezien.

Mocht de Amerikaanse consument naast de daling van de huizenprijzen ook zijn aandelenbezit nog eens in waarde zien dalen in combinatie met een verslechterende arbeidsmarkt, dan is een zware recessie niet te voorkomen. Dit zal ook merkbare negatieve economische gevolgen hebben voor de rest van de wereld inclusief de opkomende markten, waarbij ook rekening moet worden gehouden dat ook de tweede economische wereldmacht Japan, eveneens in recessie kan geraken.

Inflatievooruitzichten

Door de fors gestegen voedsel- en brandstofprijzen is de inflatie vanaf medio 2007 fors gestegen naar 3,2% in Euroland en 4,2% in Amerika. Dit is aanzienlijk boven de norm van 0 tot 2% dat door de financiële autoriteiten wenselijk wordt geacht. Het handhaven van deze norm was jarenlang geen probleem door de relatief lage loonkosten, hogere arbeidsproductiviteit en relatief hoge werkloosheid.

Ik verwacht dat verdere inflatiedreiging de komende jaren de financiële markten mede negatief zullen beïnvloeden en de financiële autoriteiten het bijzonder moeilijk zullen krijgen om stagflatie (toenemende inflatie in combinatie met afnemende economische groei) te voorkomen.

Naast de verwachting dat de voedsel- en brandstofprijzen de komende jaren verder kunnen stijgen zal de looninflatie, door de steeds krappere wordende arbeidsmarkten, zorgen voor een verdere aanzienlijke stijging van de inflatie.

Vooruitzichten aandelenmarkten

Ondanks de wederom gunstige vooruitzichten voor 2008 van de bankanalisten (ABN/AMRO, ING en Iris) en het merendeel van de aandelenfondsmanagers voor de aandelenmarkten, die gemiddeld een stijging van ca. 15% verwachten, blijf ik bij mijn stelling dat de wereldwijde aandelenbeurzen misschien na een kortstondige opleving begin januari verdere zware correcties kunnen verwachten en het maar de vraag is of de aandelenmarkten zich in de 2^e helft van 2008 hiervan geheel of gedeeltelijk zullen herstellen.

De 1^e twee forse correcties (10% in april en 15% in augustus voor de AEX) die wij in 2007 hebben gehad lieten een relatief snel herstel zien, maar de 3^e daling van 15% in november van 2007 liet minder veerkracht van de aandelenbeurzen zien en bleef beperkt tot 50% van de daling.

Deze correcties beschouw ik als een serieuze waarschuwing voor verdere toekomstige correcties, die wel eens meer dan 20% kan bedragen vanaf het huidige niveau van 516 punten voor de AEX.

Mijn negatieve grondhouding is hoofdzakelijk gebaseerd op de verwachting dat:

- Niet alleen de Amerikaanse maar ook de Japanse economie in recessie zal komen.
- De daling van de huizenprijzen in Amerika nog niet op zijn dieptepunt is en zal overwaaien naar Europa waar de huizenprijzen in Ierland, Spanje en Engeland reeds aanzienlijk dalen.
- De kredietcrisis ook het commercieel vastgoed met name in Europa en Amerika zal treffen.
- Wereldwijde forse stijging van de inflatie, waardoor de lange rente uiteindelijk verder zal stijgen en de financiële autoriteiten een periode van stagflatie niet kunnen voorkomen.
- De bankencrisis vele malen erger is dan dat men ons nu doet geloven en dat banken niet alleen gedwongen zullen worden het tafelzilver te verkopen, maar tevens kunnen er dividendverlagingen en uitgifte van nieuwe aandelen plaatsvinden.
- De onzekerheden op de financiële markten alleen maar verder zullen toenemen doordat de banken de forse verliezen niet direct willen of kunnen nemen en proberen deze voor zich uit te schuiven.

Regio's

Ondanks het feit dat de *Emerging Markets* in tegenstelling tot mijn verwachting geen noemenswaardige correcties hebben laten zien en zelfs aantrekkelijke rendementen over 2007 hebben behaald, blijf ik bij mijn verwachting dat met name de beurzen van China, India, Brazilië en Rusland zwaarder zullen worden getroffen dan de andere regionale aandelenbeurzen, aangezien hier en daar luchtbellen zijn ontstaan en in deze landen de inflatie fors is gaan stijgen naar niveaus van boven de 6,5%.

Ook beleggingen in Afrika zoals de laatste tijd worden getipt door de bankanalisten vind ik thans onverantwoord, aangezien de politieke risico's te groot zijn en de markten niet goed functioneren, laat staan dat er toezicht is.

Sectoren

Indien mijn correctieverwachting uitkomt zullen zich binnen de sectoren *Financiële Instellingen, Metaal, Bouw, Vastgoed en Chemie* bovengemiddelde koersdalingen plaatsvinden. De sectoren *Engineering, Telecommunicatie, Informatietechnologie en Voeding* hebben betere vooruitzichten onder de verwachte marktomstandigheden, maar zullen uiteindelijk ook niet kunnen ontkomen aan aanzienlijke koersdalingen.

Rentevooruitzichten

Korte rente

Ondanks de noodzaak om de korte rentetarieven te verhogen in verband met de inflatiedreigingen, verwacht ik dat op korte termijn tijdelijk een verdere rentedaling met 1% naar 3,25% door de *Amerikaanse* Centrale Bank zal worden doorgevoerd om in een verkiezingsjaar een recessie te voorkomen, waarbij men tijdelijk een dalende dollar en stijgende inflatie voor lief neemt.

Gezien de kans op een verdere stijging van de euro ten opzichte van de dollar en dat men hierdoor de economische vertraging niet verder wil verslechteren, verwacht ik voor *Euroland* dat de korte rente vooralsnog op 4% zal worden gehandhaafd, ondanks dat juist door de inflatiedreiging de noodzaak aanwezig is om een verhoging van ca. 0,5% door te voeren.

Voor *Japan* verwacht ik eveneens geen renteverhoging ondanks het feit dat ook hier een verhoging van 0,5% naar 0,75% wenselijk is.

Lange rente

Dat het rendement voor *Euroland* (10 jarige Staatsleningen) thans 4,45% bedraagt is hoofdzakelijk te danken aan het feit dat de beleggers op zoek zijn gegaan naar veilige beleggingen door de grote onzekerheden bij de andere beleggingscategorieën. Mocht deze vlucht niet hebben plaatsgevonden dan was het niet uitgesloten, dat het rendement reeds boven de 5% was uitgekomen in 2007.

Ondanks de verwachting van een verdere vlucht naar veilige beleggingen in Staatsleningen blijf ik bij mijn mening dat op basis van fors hogere inflatie, uiteindelijk de Staatsleningen ook niet kunnen ontkomen aan forse koersdalingen.

Voor de lange rente in *Amerika* blijf ik bij mijn mening dat deze fors zal kunnen stijgen van thans 4% naar ca. 6%.

Voor de lange rente in *Euroland* verwacht ik een stijging van thans 4,45% naar ca. 5,25%. Ook voor *Japan* verwacht ik een rentestijging van thans 1,45% naar 2%. Doordat de inflatie in China richting 7% gaat, verwacht ik ook daar een verdere rentestijging van ca. 1,5% richting 7 à 8%.

Valutavoruitzichten

Nadat de dollarkoers het eerste halfjaar stabiel was gebleven op een niveau van ca. € 1,33, maar door de kredietcrisis de korte rente in Amerika met 1% was verlaagd, werd een daling van ca. 10% ingezet naar een koers van € 1,46.

Ondanks deze daling van de dollar ten opzichte van de euro blijf ik bij mijn mening dat de Amerikaanse dollar zich uiteindelijk aanzienlijk zal gaan herstellen naar een niveau van € 1,22 of lager.

Deze verwachting is gebaseerd op een combinatie van de navolgende uitgangspunten:

- Het vooralsnog handhaven van de koppeling van China en een aantal grote olieproducerende landen van hun valuta aan de dollar.
- De dollar is en blijft vooralsnog de wereldreservevaluta, omdat thans geen andere valuta deze rol kan overnemen.
- Nieuwe president(e) in Amerika na de verkiezingen in november 2008 (slechter dan 8 jaar Bush kan het niet worden voor de enorme tekorten).
- Uiteindelijk de economie van Amerika ook na een recessie, beter zal blijven presteren dan de economieën in Euroland en Japan.
- Het niet uit te sluiten is dat de opkomende landen met name India en China na jaren van forse groei, te maken krijgen met afnemende groei, politieke spanningen en binnenlandse onrusten, waardoor de dollar zijn rol als vluchthaven weer duidelijker kan vervullen.

Vastgoedbeleggingen

De vastgoedfondsen met beursnotering kunnen na een periode van forse koersdalingen zich tijdelijk herstellen door de inflatiedreigingen en dalende aandelenbeurzen.

Door een combinatie van stijgende rente, afnemende economische groei en de gevolgen van de kredietcrisis voor het commercieel vastgoed, verwacht ik dat uiteindelijk de koersdalingen door zullen gaan naar niveaus van 15 à 20% onderwaardering ten opzichte van de intrinsieke waarde. Thans noteren de koersen om en nabij de intrinsieke waarde.

Strategie

Aandelenbeleggingen

Ondanks de positieve verwachtingen van de bankanalisten, de niet te hoge waarderingen van de huidige aandelenkoersen en de relatief lage koersen van met name de financiële waarden in combinatie met (nog) een hoog dividendrendement, blijf ik vooralsnog bijzonder negatief voor aandelenbeleggingen en adviseer de hiervoor bestemde middelen onder de huidige negatieve marktomstandigheden risicoloos à deposito te 'blijven' beleggen.

Mocht blijken na een forse correctie dat de dan geldende marktomstandigheden zich verbeteren, kan men alsnog overwegen voorzichtig en gefaseerd weer posities in te nemen middels kwaliteitsaandelen met een lichte overweging in de regio's Noord-Amerika en het Verre Oosten, exclusief Japan.

Door verwachte overnames in de sectoren *ICT*, *Telecom* en *Engineering* bij middelgrote ondernemingen, zie ik wel mogelijkheden voor Stock-Picking.

De actieve beleggers kunnen volgens mij op korte termijn inspelen op de verwachte koersdalingen door shortposities in te nemen middels Turbo en/of Putoptiebeleggingsmogelijkheden met name de sectoren Financieel, Metaal en Chemie alsmede de aandelenmarkten van India en China kunnen shortposities leiden tot zeer aantrekkelijke rendementen.

Obligatiebeleggingen

Gezien de verwachting van een wereldwijde forse stijging van de lange rente en de huidige onzekere en onevenwichtige omstandigheden binnen deze beleggingscategorie, blijf ik wederom negatief over obligatiebeleggingen in welke vorm dan ook.

Maar waarom zal men de kans op forse koersdalingen op de obligatiebeleggingen accepteren in de huidige "inverse rentemarkt" (korte rente hoger dan de lange rente) als een rentevergoeding à deposito van thans 4% mogelijk is bij een gerenommeerde bank, tegenover het rendement van 4,4% bij een 10 jarige Staatslening.

Wel adviseer ik de thans fors gedaalde afgeleide obligatievormen, die door de banken de laatste 3 jaar massaal zijn ontwikkeld en in de markt zijn gezet te volgen om vervolgens bij rustiger marktomstandigheden gefaseerd en voorzichtig in te stappen om te profiteren van de fors gedaalde koersen van soms meer dan 40%, maar men dient wel alert te zijn op de kwaliteit van de debiteur en goede verhandelbaarheid.

Vastgoedbeleggingen

Eveneens blij ik negatief voor alle vormen van commerciële *vastgoedbeleggingen*.

De eerste signalen van het leeglopen van de vastgoedluchtbel zijn thans duidelijk waar te nemen, ondanks het feit dat de belanghebbende marktpartijen dit ontkennen en positieve analistenrapporten in de markt blijven verspreiden, maar wel inmiddels zelf hun vastgoedbelangen grootschalig aan het afbouwen zijn.

Ook de kredietcrisis zal voor de vastgoedmarkt aanzienlijke gevolgen hebben. De eerste gedwongen verkopen van grote commerciële vastgoedprojecten hebben in Londen reeds plaatsgevonden tegen prijzen van ca. 25% beneden de intrinsieke waarde.

Depositobeleggingen

In Euroland moeten de depositobeleggers in de eerste helft van 2008 rekening houden met gelijkblijvende rentevergoedingen van thans ca. 4% waarna de financiële autoriteiten in de tweede helft niet kunnen ontkomen aan verdere rentestijgingen van 0,5 tot 0,75%.

Doordat ook de Nederlandse banken veel te dure overnames hebben gedaan en ze ondanks ontkenningen wel degelijk zijn getroffen door de kredietcrisis zullen de banken hun extreem hoge winstgevendheid willen behouden. Met dit gegeven in het achterhoofd moeten de depositobeleggers zeker in de huidige "inverse rentemarkt" goed onderhandelen met de banken voor de depositorentetarieven. Wel dient men in deze onzekere tijden goed te blijven kijken naar de kwaliteit debiteur van de betreffende bank waar men het geld aan toevertrouwd en niet alleen te gaan voor het aantrekkelijke rentetarief.

Ik wil beleggers ook attenderen op de huidige "speciale aanbiedingen" van de banken om het geld vast te zetten voor een periode van minimaal 1 jaar (4,25%) of zelfs langer. Ik weet uit ervaring dat het bankbelang zelden ook het cliëntenbelang is. Waarschijnlijk hebben ze de verwachting van een verdere stijging van de korte rente in combinatie met de noodzaak om de verslechterende balanspositie te verbeteren die zijn ontstaan door de bankencrisis.

Tenslotte ben ik de mening toegedaan, dat in een periode waarin de banken onderling elkaar niet meer vertrouwen om geld aan elkaar te lenen, de centrale banken forse kapitaalinjecties moeten doen van honderden miljarden om het financiële systeem overeind te houden. Zelfs de president van de Centrale Bank van Amerika recent een uitspraak heeft gedaan, **dat de huidige onzekerheid op de financiële wereld groter is dan ooit**. Het onder deze omstandigheden niet verantwoord is om risicodragend te beleggen en dient risicobeheer de hoogste prioriteit te hebben voor beleggers in afwachting van betere marktomstandigheden.

Ard Donker
Vermogensadviseur

Deze informatie is ontleend aan door mij betrouwbaar geachte bronnen. Voor de juistheid van de genoemde feiten, meningen en verwachtingen kan ik echter niet instaan.