

# Visie en Prognose

## 1<sup>e</sup> helft 2012

- **Wordt de schuldencrisis in Europa en in Amerika op korte termijn opgelost?**
- **Krijgen wij een wereldwijde 'double dip' of zelfs een periode van depressie?**
- **Krijgen de financiële en politieke autoriteiten de banken weer solvabel of moeten ze worden genationaliseerd?**
- **Zal de daling van de vastgoedbeleggingen zich voortzetten of is de bodem bereikt?**
- **Zullen de aandelenkoersen verder dalen of juist aanzienlijk herstellen?**
- **Heeft de euro in 2012 nog de huidige samenstelling?**
- **Wordt de Amerikaanse dollar de veilige haven voor 2012?**
- **Krijgen wij deflatie of gaat de huidige inflatie verder stijgen?**
- **Zijn Amerikaanse en Noord Europese Staatsleningen wel zo veilig als we denken of blijkt het schijnveiligheid te zijn?**
- **Zijn de politieke en financiële autoriteiten in staat om een periode van stagflatie te voorkomen?**
- **Zullen de Amerikanen en de Chinezen met elkaar op ramkoers komen?**
- **Waar liggen de risico's en de toekomstige kansen voor de beleggers?**

## Terugblik 2011

Ondanks de wereldwijde enorme steunmaatregelen van de overheden en het volop laten draaien van de geldpersen zijn de financiële markten weerbarstiger dan de nog steeds gebruikte economische modellen en analyses van met name de bankeconomen en analisten.

De algemene verwachte economische groei is uitgebleven met als resultaat wederom een zeer teleurstellend beleggingsjaar met aanzienlijke koersverliezen. De 'veilige haven' beleggingen in Amerikaanse, Duitse en Nederlandse Staatsleningen alsmede goud en olie waren de beleggingscategorieën die een positief rendement lieten zien.

Volgens de bankanalisten had 2011 het jaar moeten worden van rendementen in dubbele cijfers voor beleggingen in aandelen, bedrijfsobligaties, grondstoffen alsmede beleggingen in opkomende markten. Helaas, het werden wel dubbele cijfers maar dan negatief.

Er zijn naast Japan inmiddels meerdere landen in Europa in een dubbele dip terechtgekomen terwijl de rest van Europa en de VS vooralsnog net de dans zijn ontsprongen. De opkomende landen laten inmiddels ook een aanzienlijke economische krimp zien, waaruit blijkt dat ze niet de wereldeconomie op sleeptouw kunnen nemen zoals algemeen werd aangenomen. In tegendeel, zelfs de opkomende landen zijn nog te afhankelijk van de economieën van Amerika, Europa en Japan.

De *aandelenkoersen* hebben niet waar kunnen maken dat 2011 het jaar van de aandelen zou worden. Het rendement voor 2011 is ondanks een kleine eindejaarsrally per saldo aanzienlijk negatief met uitzondering van de Amerikaanse aandelenmarkten en een klein aantal defensieve kwaliteitsaandelen met een hoog dividendrendement, die een gering positief rendement in de boeken konden laten bijschrijven.

De AEX kwam met een daling van 11,9% er nog goed vanaf met dank aan de zwaarwegende aandelen Koninklijke Olie en Unilever. Opvallend was daarentegen de bovengemiddelde daling die de Amsterdamse Midcap index (26,7%) en de ASCX (25%) lieten zien. In Europa was met uitzondering van de Ierse beurs (+0,5%) geen aandelenbeurs die 2011 positief kon afsluiten. Engeland was het beste jongetje van de klas met maar een daling van 5,5%. De grootste verliezen kwamen voor rekening van aandelenbeleggers in Griekenland (52%), Oostenrijk (35%) en Italië (25%). De aandelenbeurzen in Azië en de opkomende markten lieten verliezen noteren van gemiddeld meer dan 15%, terwijl landen als China, India en Rusland bovengemiddelde koersdalingen lieten zien van meer dan 20%. De uitzonderingen in positieve zin waren er voor de Amerikaanse beurzen met een licht gemiddeld positief rendement van ca. 2%.

De *obligatiebeleggers* hebben in 2011 zeer onrustige tijden meegemaakt met forse koersschommelingen. De obligatiemarkt leek wel een achtbaan doordat de obligatiemarkten niet meer functioneerden en de financiële autoriteiten op grote schaal de markten moesten ondersteunen.

Door massaal vluchtgedrag naar 'zekerheid' hebben de obligatiebeleggers in Amerikaanse, Duitse en Nederlandse Staatsleningen hun koersverlies van 3% in het 2<sup>e</sup> halfjaar zien omslaan in een koerswinst van gemiddeld 8,5%. De beleggers in de verschillende andere obligatiedeelmarkten inclusief de door de banken veel geadviseerde bedrijfsobligaties hebben te maken gehad met bovengemiddelde sterke koersverliezen.

De beleggers in de zogenaamde achtergestelde perpetuele obligaties van banken werden onaangenaam verrast door dezelfde banken, omdat zij na reeds 5 jaar deze eeuwigdurende obligaties tussentijds terugkochten waardoor voor deze beleggers het koersverlies van soms

meer dan 50% een feit is geworden. Wij hopen dat ze hiervan geleerd hebben, dat de banken zichzelf nog steeds centraler stellen dan hun cliënten en dat hogere beloofde rendementen ook hogere risico's met zich meebrengen. De kleine lettertjes in de prospectus staan er niet voor niets.

De beleggers in *vastgoedfondsen* met beursnotering zijn nu ook vol getroffen door forse koersdalingen van gemiddeld meer dan 25%. Ondanks het hoge dividendrendement van gemiddeld 4,5%. Bijna alle fondsen hebben hun overwaardering t.o.v. de intrinsieke waarde in een rap tempo zien veranderen in een onderwaardering van meer dan 25%.

De vastgoedbeleggers in creatieve, niet-beursgenoteerde, vastgoed rechtsvormen hebben hun positie nog verder zien verslechteren of zelfs helemaal in rook zien opgaan door afboekingen, gedwongen fusies, faillissementen en ordinair graaiwerk. Als pleister op de wonden kan gemeld worden dat voor een aantal vastgoedmannen het wel eens kan gebeuren dat ze hun verticaal streepjespak moeten inruilen voor een horizontaal streepjespak maar dan met een aanmerkelijk bredere streep.

***De vastgoedbeleggers in creatieve, niet-beursgenoteerde, vastgoed rechtsvormen hebben hun positie nog verder zien verslechteren of zelfs helemaal in rook zien opgaan door afboekingen, gedwongen fusies, faillissementen en ordinair graaiwerk.***

De beleggers die ook in 2011 gingen voor vermogensbehoud omdat ze de risico's bij de andere beleggingscategorieën te hoog achtten, ondanks het dringend advies van de banken en de AFM om het vermogen te spreiden, hebben 'risicoloos' een rendement van gemiddeld 2,3% kunnen realiseren zonder slapeloze nachten.

De navolgende opmerkelijke zaken zijn volgens ons nog de moeite waard om te vermelden over het beleggingsjaar 2011:

- Ondanks de wereldwijde economische krimp is de inflatie op een huidig relatief hoog niveau blijven staan.
- Mario Draghi opvolger van Trichet bij de ECB heeft in de 2<sup>e</sup> helft de doorgevoerde rentestijgingen van de 1<sup>e</sup> helft 2011 weer ongedaan gemaakt naar een niveau van 1%.
- De Amerikaanse Centrale Bank nam een ongekende stap door te melden de rente minstens tot medio 2013 op het huidige lage niveau van 0,25% te handhaven ondanks de inflatie van 3,2%.
- De obligatiemarkten niet meer functioneren inclusief de handel in Staatsleningen.
- Dat Staatsobligaties niet meer de status hebben van risicovrije beleggingen.
- De Amerikanen hun AAA status hebben verloren en ondanks dit de 10 jarige rente verder hebben zien dalen naar 2%.
- Dat geen van de economische wereldmachten in staat was hun eigen specifieke problemen daadwerkelijk op te lossen.
- Amerika en de opkomende economieën uit eigen belang de EU zwaar onder druk zetten om de EU-schuldencrisis spoedig op te lossen.
- Ondanks de vele 'Top der Toppen' de politieke leiders het schuldenprobleem alleen voor zich uit hebben geschoven in de hoop dat het probleem zich vanzelf oplost.
- Het nemen van massale stimuleringsmaatregelen door de financiële autoriteiten geen duurzame economische groei heeft gebracht, in tegendeel.
- De werkloosheidscijfers in Euroland en Amerika zich nog steeds niet aan het herstellen zijn alsmede het uitblijven van het herstel van de huizenprijzen.

- De financiële markten en de ratingbureaus nu bepalen wat de politiek moet doen, met andere woorden, de bankenlobby bepaalt wat de politiek gaat doen.
- Het een klein wonder is dat de eurokoers op een niveau van € 1,29 t.o.v. de dollar is blijven staan.
- De ECB zichzelf steeds meer in de problemen brengt en haar balanstotaal met 25% heeft zien toenemen door obligaties van Zuid Europese landen op te kopen ondanks het ontbreken van een mandaat hiervoor.
- De ECB de EU-banken wederom heeft gered door bijna € 500 miljard extra beschikbaar te stellen gedurende 3 jaar à 1% zonder oog te hebben voor gevaren van inflatie.
- De EU zelf niet de problemen kan oplossen en hulp moet vragen aan het IMF en zich niet schaamt om te bedelen bij de opkomende landen waar de levensstandaard vele malen lager is dan in Euroland.
- De arbeidsmarkt en de huizenmarkt in Amerika zich niet verslechteren en de economie vooralsnog het minder slecht doet dan die van Euroland.
- De zogenaamde BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India en China) nu forse economische krimp laten zien.

Kort samengevat trekken wij de conclusie dat 2011 wederom een slecht beleggersjaar is geweest waar aanzienlijke verliezen zijn geleden door de particuliere en institutionele beleggers. En dat zekerheden geen zekerheden meer zijn. Het is niet het jaar geworden van economisch herstel wat men in zijn algemeenheid had verwacht, in tegendeel, wij gaan richting een wereldwijde dubbele dip terwijl de problemen er alleen maar groter op zijn geworden. De financiële markten functioneerden niet normaal en werden gemanipuleerd door computergestuurde koop- en verkoopprogramma's. Daarnaast hebben we financiële autoriteiten gezien die probeerden de markten te sturen waardoor het niet mogelijk was welk beleggingsbeleid dan ook vorm te geven. En met de wijsheid achteraf was het voldoende om het geld à deposito aan te houden tegen een rentevergoeding van ca. 2,3%.

**// 2011 is wederom een slecht beleggersjaar geweest waar aanzienlijke verliezen zijn geleden door de particuliere en institutionele beleggers. Ook is gebleken dat zekerheden geen zekerheden meer zijn. //**

#### **Macro-economische vooruitzichten**

De verwachtingen voor 2012 zijn door de OESO, IMF, CPB en de economen fors neerwaarts bijgesteld en ze erkennen nu ook dat de wereldeconomie verder aan het verzwakken is. Op dit moment is hun consensus voor 2012 dat Europa (-0,8%) in een milde recessie zal terechtkomen met uitzondering van Duitsland (0,2%). Voor Amerika (1,8%), Japan (2%) en China (8,4%) geldt een groei alsmede een bovengemiddelde groei voor de belangrijkste opkomende economieën. De consensus voor inflatie is voor de westerse landen ca. 50% lager dan in 2011 en voor de opkomende markten ca. 25% lager. De arbeidsmarkt ziet men niet echt verbeteren en zelfs licht verslechteren met uitzondering van Amerika waar men de werkloosheid ziet dalen met 1% naar 8,5%.

Op basis van de door hun nog steeds gebruikte 'gedateerde' economische computermodellen zou dit vanaf het huidige niveau inhouden, dat er gunstige vooruitzichten zijn in 2012 voor aandelenbeleggingen in het algemeen en in het bijzonder voor Amerikaanse aandelen, bedrijfsobligaties, vastgoed, grondstoffen alsmede Amerikaanse dollars.

Wederom zijn wij de mening toegedaan dat ze nog te positief zijn in hun prognoses en dat uiteindelijk ook de economieën van Amerika en Duitsland te maken zullen krijgen met een dubbele dip, terwijl de belangrijkste opkomende markten meer krimp zullen laten zien dan men nu verwacht.

Onze mening is hoofdzakelijk gebaseerd op het navolgende:

- De wereldwijde doorgevoerde bezuinigingen en belastingverhogingen zullen pas echt merkbaar worden in 2012.
- De banken, het verkregen en nog te verkrijgen 'gratis geld' voor eigen bedrijfsvoering zullen gebruiken en niet doorgeven aan het bedrijfsleven.
- De arbeidsmarkten met name in Europa eerder tijdelijk zullen verslechteren dan herstellen.
- De huizenprijzen in het bijzonder in Europa tijdelijk verder zullen dalen met name in Nederland en Spanje.
- De politieke en financiële autoriteiten niet bij machte zullen zijn om de te grote schuldenproblemen in Europa en Amerika op te lossen.
- China (de fabriek van de wereld) te maken krijgt met het leeglopen van de vastgoedbubbel, aanzienlijke loonstijgingen alsmede sociale onrust waardoor de Aziatische groeimachine danig zal gaan stagneren.
- De handel en het bedrijfsleven te maken krijgen met liquiditeitsschaarste.
- Frankrijk en Engeland wel eens hun AAA-status kunnen gaan verliezen.
- De Amerikanen en Chinezen wel eens in het verkiezingsjaar op ramkoers kunnen komen door protectionisme en het te voeren valutabeleid, omdat de Chinezen niet dezelfde fout willen maken als de Japanners in 1985 waardoor de Japanse munt met 45% is gestegen.
- De overheden en banken grote problemen krijgen om hun gigantische schulden te (her) financieren.
- Schuldenposities van Spanje en Italië slechter zijn dan nu bekend, in combinatie met het uittreden van Griekenland uit de euro.
- Amerikaanse staatsleningen de status van 'veilige haven' gaan verliezen doordat de beleggers zich zullen realiseren dat de schuldenproblemen aldaar groter zijn dan in Europa en de Chinezen veel middelen nodig zullen hebben voor hun binnenlandse economie.
- Het thans voor de ernstig verzwakte westerse economieën gewoonweg te veel is om voor de 2<sup>e</sup> keer binnen 3 jaar te maken te krijgen met recessie om op een gezonde manier te kunnen herstellen.
- De macro-economische onevenwichtigheden van de vorige crisis nog steeds volop aanwezig zijn en zelfs beduidend zijn verslechterd doordat de financiële buffers zijn uitgeput.

Voor ons is het niet de vraag of wij in een wereldwijde recessie terechtkomen maar meer wanneer en hoe diep deze recessie zal zijn, terwijl wij een korte periode van depressie zeer wel voor mogelijk houden om vervolgens weer te gaan voor een lange periode van wereldwijde gezonde economische groei.

Het beantwoorden van deze vraag is ondoenlijk en is sterk afhankelijk van het navolgende:

- Hoe snel zijn de politici in Amerika, Japan en Europa bereid om het daadwerkelijke verlies te nemen van de te grote schuldenposities?
- Krijgen wij op korte termijn in Europa een gelijkwaardige Unie zoals in Amerika met één regering of valt Europa in twee of meerdere delen uiteen?
- Hoe snel krijgen ze de banken weer gezond?
- Houdt men de verwachte sociale onrusten beheersbaar?
- Hoe snel worden er nieuwe banen in Amerika en Europa gecreëerd?
- Houdt men de inflatie binnen de perken?
- Zal de Amerikaanse economie nog één keer de wereldeconomie uit het slop kunnen trekken?

**“ Voor ons is het niet de vraag of wij in een wereldwijde recessie terechtkomen maar meer wanneer. ”**

### **Inflatievooruitzichten**

Ondanks de wereldwijde economische krimp en de nu alom verwachte recessie is het opmerkelijk dat de inflatie op het huidige relatieve hoge niveau blijft staan.

De inflatie in Euroland is momenteel ca. 3%, Engeland 4,4%, Amerika 3,2%. In de grote opkomende economieën blijft de inflatie eveneens hardnekkig hoog, ondanks de ook daar aanwezige economische krimp, China 5,5%, India 9%, Brazilië 6,6% en Rusland 8,5%. Alleen Japan heeft wederom te maken met een deflatie van 0,3%.

De economen worstelen nu net als in 2008 weer met de vraag 'gaan wij richting deflatie of juist een verdere versnelling van de huidige inflatie?'. Op basis van hun economische modellen moeten ze bij een milde recessie en verdergaande economische krimp gaan voor een periode van deflatie. Maar ze twijfelen sterk omdat de kerninflatie relatief hoog blijft en omdat ook de belastingdruk door de verwachte bezuinigingen zal gaan stijgen.

Wij verwachten begin 2012 wel een lichte daling van de inflatie, maar wij blijven bij onze verwachting dat de inflatie t.z.t. fors zal gaan stijgen en uiteindelijk boven de 5,5% zal uitkomen. Naast de gebruikelijke inflatiefactoren denken wij dat de massale wereldwijde kwantitatieve verruiming, lees: geldpersen laten draaien om 'gratis' geld beschikbaar te stellen in combinatie met hogere loonkosten in met name de opkomende economieën hier debet aan zullen zijn. Tevens blijven wij bij onze overtuiging dat de politieke en financiële autoriteiten de inflatie eerder zullen stimuleren dan bestrijden om mede hierdoor een oplossing voor hun megaschuldenprobleem te creëren.

### **Vooruitzichten aandelenmarkten**

De analisten en fondsmanagers van de gerenommeerde financiële instellingen zijn zwaar verdeeld over de vooruitzichten voor aandelenbeleggingen in 2012. De Rabobank is positief en geeft het advies om aandelen te 'overwegen' in de portefeuille terwijl de ING bank juist het advies geeft om te 'onderwegen'. De ABN/AMRO houdt het op een milde recessie en adviseert haar cliënten om niet meer te 'overwegen' in aandelen maar nu juist te gaan 'onderwegen'.

Wij handhaven ons advies om voornamelijk verdere correcties op de aandelenbeurzen af te wachten en vinden het nog te vroeg om nu reeds de zogenaamde kwaliteitsaandelen te kopen ondanks dat de door ons verwachte koersdalingen hebben plaatsgevonden.

Voor 2012 zullen de schuldenproblemen in de EU en de VS bepalend zijn voor de aanzienlijke verdergaande dalingen op korte termijn. Terwijl de bezuinigingen van de overheden pas in 2012 echt merkbaar zullen worden en zeker van invloed zullen zijn op de bedrijfsresultaten en marges.

Een verwachting per regio en sector uitspreken lijkt ons thans dan ook weinig zinvol. Wij blijven ons dan ook beperken tot de navolgende verwachtingen in hoofdlijnen:

- De Amerikaanse aandelen die tot nu toe de dans hebben kunnen ontspringen zullen nu wel eens zwaarder kunnen worden getroffen dan de aandelenmarkten die in 2011 forse verliezen hebben geleden. Wij verwachten dat Amerika uiteindelijk ook in recessie zal komen en de ontwikkelingen in Azië zullen ook voor de Amerikaanse bedrijven de bedrijfswinsten en marges negatief beïnvloeden. Ook de hardnekkige hoge werkloosheid en de niet herstellende huizenmarkt zullen de bedrijfsresultaten geen goed doen.
- Ondanks de forse koersdalingen van meer dan 20% in de BRIC-landen (Brazilië, Rusland India en China) vinden wij het nog te vroeg om in te stappen en verwachten verdere koersdalingen van gemiddeld meer dan 10%.
- In de Eurozone blijven wij rekening houden met verdere aanzienlijke koersdalingen van hier en daar meer dan 20%. Voor de AEX sluiten wij een verdere daling van ca. 33% tot het oude weerstandsniveau van maart 2009 nog steeds niet uit (circa 200 punten).
- Ook voor grondstofbeleggingen blijven wij bij onze verwachting dat er verdergaande correcties zullen plaatsvinden met wederom een positieve uitzondering voor de edelmetalen. Maar de beleggers dienen er nog steeds rekening mee te houden dat er forse schommelingen kunnen plaatsvinden omdat het hier gaat om relatief kleine markten die daardoor extra gevoelig zijn voor koop- en verkoopactiviteiten van grote speculanten/belanghebbenden (lees banken).

### **Rentevooruitzichten**

*Korte rente* (sturingsinstrument Centrale Banken)

De nieuwe baas van de ECB Draghi heeft de doorgevoerde rentestijgingen van per saldo 0,5% van zijn voorganger ongedaan gemaakt. Dit is voor ons het bewijs dat de ECB niet onafhankelijk is of kan zijn, omdat ze de financiële markten in 'paniek' willen of moeten beïnvloeden, terwijl ze een mandaat hebben om alleen de inflatie te bestrijden zodra deze boven de 2% is gestegen, de inflatie in euroland is thans 3%. De rentedaling heeft volgens ons niets met het uitvoeren van het mandaat van doen maar enkel en alleen om de banken te redden van de ondergang, ondanks dat deze banken waren geslaagd voor meerdere stresstesten.

Dat de nood hoog is bij de in grote moeilijkheden verkerende banken blijkt wel uit het feit dat, terwijl de ECB de korte rente heeft verlaagd, de spaarders juist op een agressieve wijze werden benaderd met hogere rentevergoedingen. Tevens is gebleken dat de EU-banken elkaar wederom niet vertrouwen omdat ze liever hun liquide middelen met verlies stallen bij de ECB dan aan elkaar uit te lenen zoals gebruikelijk en wenselijk is. Ook grote multinationals vertrouwen de banken niet meer en hebben een bankvergunning aangevraagd om hun liquide middelen veilig te kunnen stallen bij de ECB. Op de valreep (eind december) heeft de ECB de banken wederom voorlopig gered door bijna € 500 miljard beschikbaar te stellen voor 3 jaar à 1%.

Voor de spaarders in Nederland lijkt het ons nog steeds veilig om hun spaartegoeden dagelijks opvraagbaar bij een solide Nederlandse systeembank te stallen, omdat wij de overtuiging hebben dat de Staat der Nederlanden 'rijk' genoeg is om indien nodig alle Nederlandse systeembanken te nationaliseren in tegenstelling tot sommige EU-landen.

De centrale banken van Europa en Amerika hebben volgens ons geen wapens en financiële buffers meer om de financiële markten te kunnen sturen waardoor vroeg of laat de korte rente vanaf het bijna huidige nulniveau fors zal gaan stijgen.

**// Voor de spaarders in Nederland lijkt het ons nog steeds veilig om hun spaartegoeden dagelijks opvraagbaar bij een solide Nederlandse systeembank te stallen omdat wij de overtuiging hebben dat de Staat der Nederlanden 'rijk' genoeg is om indien nodig alle Nederlandse systeembanken te nationaliseren in tegenstelling tot sommige EU-landen. //**

*Lange rente* (vrije marktmechanisme op basis van inflatiecorrectie)

Op obligatiemarkten die nu niet meer functioneren hebben beleggers volgens ons niets te zoeken. De beleggers die nog wel in deze markten hebben belegd kunnen het beste bij een opleving de gelegenheid te baat nemen om eruit te stappen.

Ook indien de obligatiemarkten weer mochten gaan functioneren, kan men beter deze markten voorlopig mijden met uitzondering van de zogenaamde 'Floaters' aangezien wij een forse rentestijging verwachten. In het bijzonder zullen de zogenaamde 'veilige havens' wel eens te maken kunnen krijgen met rentestijgingen van thans gemiddeld 2% naar rente niveaus van boven de 5 à 6% met als gevolg aanzienlijke koersdalingen van obligaties van 25% of meer.

Onze verwachting is gebaseerd op een combinatie van fors hogere inflatie, schulden crisis en domweg gebrek aan geld om de gigantische schuldenbergen te (her)financieren.

Gezien de huidige onzekere situatie van de wereldeconomie in samenspel met de schulden crisis bij landen en banken heeft het nu geen zin om per regio en land een renteverwachting uit te spreken

### **Valutavoruitzichten**

In het laatste kwartaal heeft de euro uiteindelijk toch nog een relatieve lichte daling moeten ondergaan. Maar het blijft zeer opmerkelijk dat de eurokoers t.o.v. niet alleen de Amerikaanse dollar (-4%) maar ook t.o.v. valuta's van andere belangrijke handelspartners goed stand heeft gehouden. Ook wij hadden verwacht dat de euro fors zou gaan dalen door de enorme EU schuldenproblemen en de onmacht van de politieke leiders om met een daadwerkelijke oplossing te komen.

Een reden hiervoor zou kunnen zijn dat de Europese banken en beleggers hun niet-Europese aandelen en obligatiebeleggingen aan het 'repatriëren' zijn geweest en deze hebben herbelegd in vermogenstitels in de euro alsmede de twijfels over de Amerikaanse dollar gezien de politieke padstelling in combinatie met het schuldenprobleem aldaar. Ook kan de recente verzwakking van de euro niet los gezien worden van de rentedalingen door de ECB in de 2<sup>e</sup> helft van 2011 naar thans 1%, waardoor de eerdere rentestijgingen van



0,5% weer ongedaan werden gemaakt. Alsmede de bewust gekozen strategie van de Amerikanen om alle aandacht te focussen op het schuldenprobleem van Europa en hun eigen schuldenproblemen, die zelfs groter zijn, uit de media te houden.

Wij gaan er vanuit dat de politieke en financiële autoriteiten in Euroland het schuldenprobleem zoals hun bedoeling was niet weer voor zich uit kunnen schuiven tot 2013 omdat nu de financiële markten en ratingbureaus inmiddels de politieke agenda's bepalen.

Wij blijven dan ook bij onze verwachting dat de Amerikaanse dollar op korte termijn de functie krijgt van 'veilige haven' omdat er domweg geen andere liquide valuta's zijn die als reservevaluta kunnen functioneren.

Ook moeten wij ons realiseren dat de Amerikanen het spel tot nu toe slim hebben gespeeld door niet alleen heel goedkoop geld te lenen van Europese beleggers en overheden maar in het bijzonder van de opkomende markten. Deze strategie hebben wij in de periode van president Reagan reeds eerder voorbij zien komen, namelijk goedkoop geld lenen tegen een hoge dollarkoers en deze vervolgens weer aflossen tegen een fors lagere dollar in combinatie met het creëren van een hoge inflatie. Voorlopig komen ze er nog mee weg maar Griekenland heeft laten zien dat 'gratis' geld uiteindelijk zal leiden tot onoplosbare problemen.

Het buitenspel zetten van Engeland heeft laten zien dat de Europese Unie de eerste tekenen van verval vertoont en het is volgens ons niet meer de vraag of Griekenland de Unie gaat verlaten maar wanneer dit zal gebeuren. Wij blijven bij onze verwachting dat de samenstelling van de euro anders zal zijn dan de huidige en denken dan ook dat de eurozone uiteenvalt in een zuidelijk en een noordelijk deel waarbij Nederland in het noordelijke deel zal terechtkomen terwijl wij onze twijfels hebben of de Fransen en de Belgen dit ook zullen redden. Mocht dit scenario uitkomen dan moeten wij er rekening mee houden dat de valuta's in het noordelijke deel te maken krijgen met een forse stijging t.o.v. de Amerikaanse dollar en het zuidelijk deel met een forse daling van hun valuta's.

Wij denken dat voorlopig de financiële en politieke autoriteiten zullen proberen wederom tijd te rekken in de hoop dat de schuldenproblemen zich vanzelf zullen oplossen middels zogenaamde 'kwantitatieve verruimingen' (monopoliegeld creëren) maar uiteindelijk zullen de Duitse kiezers/belastingbetalers bepalen wat de toekomst van (de) Euro(pa) zal worden. Waarbij wij ons moeten realiseren dat de oudere generatie Duitsers allergisch zijn voor inflatie en de jonge generatie meer wereldburger is dan Europeaan.

**W // Voorlopig komen de Amerikanen er nog mee weg, maar Griekenland heeft laten zien dat 'gratis' geld uiteindelijk zal leiden tot onoplosbare problemen. //**

Zolang de Chinezen hun munt blijven koppelen aan de dollar en er geen daadwerkelijke oplossing komt voor het EU schuldenprobleem blijven wij bij onze verwachting dat de euro uiteindelijk nog verder kan dalen dan de introductiekoers van € 1,1748 naar een niveau van € 1,00 à € 1,10. Mochten Spanje en Italië daadwerkelijk in de problemen gaan komen, blijven wij een daling richting oude dieptepunten van € 0,81 niet uitsluiten.

Tenslotte spreken wij de verwachting uit dat uiteindelijk de Amerikaanse dollar fors in waarde zal dalen doordat het economisch middelpunt sneller zal verschuiven naar Azië dan wij denken en de schuldenproblemen de Amerikanen uiteindelijk parten zullen gaan spelen waardoor de rol van een stabiele reservevaluta na honderd jaar verleden tijd is. Maar voorlopig is het nog niet zover en is er geen goed alternatief voor de dollar.

### **Vooruitzichten vastgoedbeleggingen**

Het tomeloze optimisme van de betrokken marktpartijen in de vastgoedsector heeft thans plaatsgemaakt voor meer realisme en ze zijn er niet meer zo van overtuigd dat de markt zich snel zal gaan herstellen.

Ondanks de forse afwaarderingen en een licht herstel van het wereldwijde leegstandpercentage voor kantoren tot op 13,8% alsmede de forse disagio's bij beursgenoteerde vastgoedfondsen blijven wij bij ons advies om de internationale vastgoedsector in het algemeen te blijven mijden.

Het leeglopen van de commerciële 'vastgoedbubbel' met name in China en Amerika dient volgens ons nog plaats te vinden waarbij wij verwachten dat niet alleen de beleggers maar ook de kwetsbare financiële instellingen onaangenaam zullen worden getroffen en massaal hun vastgoedbeleggingen gedwongen verder zullen moeten afbouwen met alle gevolgen van dien.

Te zijner tijd kunnen wij hier vervolgens wel van profiteren aangezien hier ook aantrekkelijke anti-inflatiebeleggingskansen liggen met een aantrekkelijk rendement, maar dan alleen bij toplocaties.

### **Beleggingsstrategie 1<sup>e</sup> helft 2012**

#### *Aandelenbeleggingen*

Met name de bankanalisten vinden dat de aandelen na de forse correcties in 2011 thans spotgoedkoop zijn geworden en dat wij in hoogdividend dragende aandelen middels hun recent geïntroduceerde beleggingsfondsen moeten gaan beleggen. Wij kunnen dit advies nog niet met ze delen onder de door ons verwachte economische omstandigheden. Maar wij kunnen onder zeer extreme economische- en marktomstandigheden niet uitsluiten dat aandelen de rol van 'veilige haven' belegging van staatsleningen over kunnen nemen.

Vooralsnog blijven wij bij onze strategie om te wachten op verdere correcties op de aandelenbeurzen en blijven dan ook adviseren de voor aandelen bestemde middelen dagelijks opvraagbaar 'risicoloos à deposito' te blijven beleggen bij een solide Nederlandse systeembank ondanks de relatieve lage rentevergoeding.

Mochten de verdergaande verwachte correcties hebben plaatsgevonden dan adviseren wij om uiteindelijk over te gaan tot het geleidelijk kopen van 'kwaliteitsaandelen' om het gewenste aandelenbezit conform het persoonlijk risicoprofiel in te vullen. Onder 'kwaliteitsaandelen' verstaan wij bedrijven die beschikken over gezonde balansverhoudingen in combinatie met goede kasstromen, goed management en een hoog dividendrendement, binnen de sectoren farmacie, energie, voeding, infrastructuur, agri-business en de zogenaamde 'oude' ICT alsmede t.z.t. collectieve deelbeleggingen in China en India.

Wij verwachten dat de aandelenbeurzen wederom zeer beweeglijk zullen blijven waardoor zich goede kansen voor Stock-Picking zouden kunnen voordoen. Helaas, de aandelenmarkten functioneren niet goed en niet rationeel. Ze worden gemanipuleerd door computergestuurde koop- en verkoopprogramma's en daarom hebben wij net als in 2011 hier voorlopig niets te zoeken.

Er wordt op dit moment gewerkt door Europese toezichthouders om computergestuurde transacties aan banden te leggen maar de bankenlobby zal het proberen te vertragen.

**W** ***Helaas, de aandelenmarkten functioneren niet goed en niet rationeel. Ze worden gemanipuleerd door computergestuurde koop- en verkoopprogramma's en daarom hebben wij net als in 2011 hier voorlopig niets te zoeken.*** **//**

#### *Obligatiebeleggingen*

Wij blijven een zwaar negatief advies geven voor obligatiebeleggingen in het algemeen, maar in het bijzonder voor obligatiebeleggingen in de vorm van Staatsleningen in Duitsland, Nederland en Amerika met uitzondering van de zogenaamde 'Floaters'. (bedrijfsobligaties waarbij de rentevergoeding is gekoppeld aan de ontwikkelingen van de kapitaalmarktrente)

Gezien onze twijfels omtrent de kwaliteit debiteur en de voorwaarden van de huidige bestaande 'Floaters' hebben wij nog steeds geen interessante koopwaardige obligaties kunnen ontdekken en adviseren de hiervoor bestemde middelen vooralsnog dagelijks opvraagbaar 'risicoloos à deposito' te blijven beleggen.

De beleggers in de zogenaamde achtergestelde perpetuele obligaties van banken moeten er rekening mee blijven houden dat de betreffende banken maar al te graag hun obligaties willen terugkopen omdat ze een aantrekkelijke boekwinst kunnen realiseren en omdat deze obligaties niet meetellen voor de Bazel III normen waardoor de aanzienlijke koersverliezen dan definitief zullen worden.

Ook dienen beleggers in algemene Bedrijfsobligaties er rekening mee te houden dat het niet uit te sluiten is dat deze obligaties zullen worden omgezet in aandelen van de dan in nood verkerende bedrijven.

De voor obligatiebeleggingen bestemde middelen adviseren wij eveneens dagelijks opvraagbaar 'risicoloos à deposito' te blijven beleggen bij een Nederlandse solide systeembank.

#### *Vastgoedbeleggingen*

Zolang er geen oplossing is gevonden voor de schulden- en bankencrisis in met name Amerika en Europa blijven wij vooralsnog negatief voor beleggen binnen de vastgoedsector in het algemeen, ook als anti-inflatiebelegging, ondanks een recent positief vastgoed analistenrapport van de ABN AMRO Bank en het relatief hoogdividendrendement.

#### *Depositobeleggingen*

Wij verwachten dat begin 2012 de rentevergoedingen van de banken op de particuliere en zakelijke spaarvormen, thans gemiddeld 2,5% weer kunnen gaan dalen aangezien de banken hun balansen op de jaargrens weer hebben geoptimaliseerd. De banken zullen zich graag conformeren aan de recent doorgevoerde rentedalingen van 0,5% van de ECB en massaal

gebruik gaan maken van de faciliteit bij de ECB om voor 1% te lenen voor een periode van 3 jaar. Wel zijn wij benieuwd of de banken de verleiding kunnen weerstaan van zogenaamde Carry-trade door te lenen tegen 1% bij de ECB en te herbeleggen in Spaanse en/of Italiaanse staatsleningen tegen 6%, in plaats van het beschikbaar stellen voor het bedrijfsleven, wij hebben onze twijfels.

De concurrentie en het onderling wantrouwen van banken in Euroland alsmede het wantrouwen van buitenlandse banken t.o.v. de EU-banken en landen zal in de loop van 2012 nog verder toenemen waardoor de rentevergoedingen op kortlopende spaargelden zich vervolgens weer zullen herstellen en uiteindelijk fors gaan stijgen door een combinatie van hoge inflatie en tekort aan liquide middelen bij banken en bedrijven.

Nadrukkelijk blijven wij adviseren de liquide middelen vooralsnog te blijven stallen bij solide Nederlandse systeembanken op dagelijks opvraagbare spaarvormen zonder enige opnamebeperking. Hiermee blijft de vrijheid gecreëerd, indien nodig, om direct te kunnen herbeleggen in andere veilige vermogenstitels.

*Tenslotte*, op basis van onze strategie voor 2012 zal het ook nu weer voor beleggers moeilijk worden een aantrekkelijk rendement te behalen op nerveuze en niet functionerende financiële markten. Voorlopig zullen liquide spaarvormen een goede schuilplaats bieden. Risicobeheer zal in eerste instantie weer belangrijker zijn dan het rendement denken.

De *beleggingsrisico's* liggen volgens ons vooral in eerste instantie bij insolvabele financiële instellingen en landen en in tweede instantie geldontwaarding (inflatie). Terwijl wij op termijn zeer gunstige beleggingsresultaten verwachten voor de beleggers die geduld kunnen betrachten en geen slachtoffer zijn geworden van hun eigen hebzucht.

Ard Donker  
Vermogensadviseur

Drs. ir. Jan Sneekes  
Beleggingsstrateeg

*Groningen, 5 januari 2012*

**Voor onze dagelijkse analyse van de financiële markten verwijzen wij naar  
[www.vermogensradar.nl](http://www.vermogensradar.nl)**