

Visie en Prognose

1^e helft 2015

- **Zal langdurige deflatie ook voor Europa een bedreiging worden?**
- **Gaat de Amerikaanse dollar nog verder stijgen ten opzichte van de Euro?**
- **Hoe zwaar worden de opkomende economieën getroffen door de verder stijgende Amerikaanse dollar?**
- **Krijgen de beroeps 'optimisten' na jaren eindelijk gelijk dat de crisis nu echt voorbij is?**
- **Zijn er kansen voor de vastgoedmarktbeleggingen?**
- **Zullen er landen de EU-zone al dan niet gedwongen verlaten?**
- **Gaat de fors gedaalde olieprijs zich herstellen of juist verder dalen?**
- **Wat zullen de financiële gevolgen zijn, indien de geopolitieke spanningen echt gaan escaleren?**
- **Moeten wij aandelen blijven kopen alleen op basis van het dividendrendement?**
- **Hoe lang blijven de spaarders en pensioenfondsen de tol betalen voor het onverantwoordelijke 'gratis geld' beleid van de Centrale Banken?**
- **Krijgen wij in Nederland ook te maken met een negatieve spaarrente?**
- **Is de risico-rendementsverhouding bij Private Equity beleggingen te hoog of acceptabel?**
- **Zullen de computergestuurde koop- en verkoopprogramma's uiteindelijk de markten ook negatief gaan beïnvloeden?**
- **Zullen de Centrale Banken er in 2015 weer alleen voor staan of gaat de politiek uiteindelijk over tot noodzakelijke hervormingen?**
- **Is er nog rendement te behalen of is vermogensbehoud het maximaal haalbare?**

Terugblik 2014

Evenals in 2013 zijn ook in 2014 de positieve macro-economische verwachtingen van de politieke en financiële autoriteiten niet uitgekomen en hebben ze hun verwachtingen doorgeschoven naar 2015. Het blijft volgens ons bij het wensdenken van deze 'beroepsoptimisten' in een doormodderstatus.

Japan kwam in een recessie, *Euroland* wist dit net te voorkomen met een groei van maar 0,2%. In *China* beginnen de politieke leiders zich ook te realiseren dat het sprookje van 7,5% economische groei niet langer te verkopen is en zijn ze begonnen met neerwaartse bijstellingen. *Amerika* is als de wereldmacht nog steeds het beste jongetje van de klas met een economische groei van ca. 2,7% over 2014. De *opkomende economieën* beginnen nu door hoge inflatie en rente in grote economische en sociale problemen te komen, hoofdzakelijk door slecht economisch beleid waardoor het buitenlandse kapitaal een veilig heenkomen zoekt.

Onze conclusie

Het wanhopige 'gratis geld' beleid van de Centrale Banken heeft maar weinig effect (verbeteren van de macro-economische situatie) gehad. Wel heeft het de financiële markten verslaafd gemaakt aan goedkoop geld en hierdoor bubbels gerealiseerd.

Voor de gemiddelde belegger was 2014 niet het jaar met de hoge verwachte rendementen.

De *spaarders* hadden te maken met verdergaande rentedalingen naar een niveau van ca. 1% door het gevoerde monetaire beleid van de ECB.

De *Staatsobligatiebeleggers* in 2014 werden beloond voor het hoge risico met een positief rendement van ca. 7,6% doordat de lange rente nog verder kon dalen naar ca. 0,7%.

De *aandelenbeleggers* hadden per saldo, ondanks forse correcties in het 3^e kwartaal waarbij de koersen alle kanten op stuiterden, op de valreep een positief rendement.

AEX 5,3%, Europa 4%, Japan 8%, Amerika 8,5%, China 49% en de opkomende markten ca. 7,5%.

De *vastgoedbeleggers* met beursnotering werden ondanks dat de koersen boven de intrinsieke waarde stonden, positief verrast met een bovengemiddeld rendement van 8 à 9% hoofdzakelijk door het hoge dividendrendement. De niet beursgenoteerde vastgoedbeleggingen bleven te maken houden met verdere leegstand, waardedalingen, lagere huurinkomsten en fraudegevallen.

Noemenswaardig voor 2014 is nog wel de forse daling van de *olieprijs* van ca. 48% en de stijging van de Amerikaanse *dollar* ten opzichte van de *euro* met ca. 11,5%.

Onze conclusie

De beleggers in aandelen, obligatie en vastgoed met beursnotering zijn per saldo in 2014 nog goed weggekomen, ondanks dat de realiteit tussen de financiële markten en de macro-economische fundamenteen compleet uit zijn verband zijn gerukt.

Macro-economische vooruitzichten

Wederom zijn de Europese financiële en politieke autoriteiten de mening toegedaan dat de crisis nu echt achter ons ligt. Met name *Europa* en *Japan* zullen kunnen profiteren van een combinatie van een gestegen Amerikaanse dollar en een fors lagere olieprijs. Ook het 'gratis geld' beleid van de Centrale Banken alsmede het eensgezind doorvoeren van de geplande hervormingen door politieke autoriteiten zullen de basis moeten zijn voor een daadkrachtig economisch herstel.

De werkloosheid zal aanmerkelijk gaan dalen, de consumptieve bestedingen zullen hierdoor toenemen. En als de ondernemers, mede door de lage rente, weer grootschalig gaan investeren terwijl de banken na de geslaagde stresstest weer massaal kredieten zullen gaan verstrekken, dan moet het uiteindelijk in 2015 toch allemaal goed gaan komen.

De vraag die wij ons hebben gesteld is: waarom zal juist 2015 het jaar van het herstel moeten worden nadat 6 jaar na de recessiejaren de *Europese economie* nog steeds aan het stagneren is en maar net aan een nieuwe recessie in 2014 is ontsnapt.

Wij blijven hierover onze twijfels houden en sluiten een nieuwe recessie op basis van het navolgende niet uit:

- Het politieke draagvlak is niet aanwezig om hervormingen door te voeren zeker niet aan de vooravond van belangrijke verkiezingen in met name Zuid Europa.
- Oplaaierende geopolitieke spanningen, niet alleen in Oekraïne, Rusland en Griekenland.
- De door de centrale bankiers veroorzaakte zeepbellen op de internationale financiële markten.
- Negatieve economische groeiverwachtingen van de 3 grootste Europese landen.
- Verder toenemende ontslagen in het bedrijfsleven (lagere omzetten) en bij de overheid (bezuinigingen).
- Reële dreiging uittreding van landen uit de EU-zone.
- Afnemende export door lage of geen economische groei in de Aziatische landen en opkomende economieën.
- Nog steeds zeer zwakke balansverhoudingen van de banken.
- De onbetaalbare grote schuldenlast bij de overheden.

Amerika zal het moeilijk krijgen om de economische groeiverwachting van 2,5% te realiseren. Door het uitblijven van loonstijgingen ondanks de lagere werkloosheid kunnen de binnenlandse bestedingen niet verder toenemen. Ook een lagere export door een verder stijgende dollar in combinatie met weinig of geen economische groei in de rest van de wereld zal problemen geven om de groeiverwachting te realiseren. Opmerkelijk vinden wij ook dat in het rijkste en machtigste land van de wereld nog steeds 1 op de 7 inwoners afhankelijk is van de voedselbonnen.

China zal ongetwijfeld op papier de neerwaartse bijgestelde economische groei van 7% voor 2015 realiseren, maar de onderliggende economische data laten volgens ons duidelijk zien dat een daadwerkelijke groei van 4% maximaal haalbaar zal zijn in 2015.

Japan zal het moeilijk genoeg krijgen om uit de huidige recessie te komen en te blijven na jaren van een 'kamikazeachtig' economisch wanhoopsbeleid.

Opkomende economieën zullen in 2015 eerst nog door een diep dal moeten met een te hoge rente en inflatie alsmede lagere export, voordat het economische herstel weer zal kunnen plaatsvinden. Ook zullen de tekorten toenemen door een fors gestegen Amerikaanse dollar omdat juist deze landen grootschalige leningen in Amerikaanse dollars hebben aangetrokken.

Onze conclusie

De verslaafde financiële markten kunnen niet langer door de Centrale Banken van 'drugs' (gratis geld) worden voorzien, omdat deze bijna alle stimuleringswapens hebben verbruikt. Het is nu aan de politiek om het stokje over te nemen, maar met een Obama die nog 2 jaar vleugellam mag regeren en een tot op het bot verdeeld Europa zal dit niet gebeuren. Dus

Inflatievooruitzichten

De (tijdelijke) daling van de wereldwijde inflatie heeft zich doorgezet, zelfs China heeft een inflatie van maar 1,6% bij een economische 'groei' van 7,4%. Dat de inflatie beneden de doelstelling van de Centrale Banken ligt is niet de verdienste van het gevoerde anti-inflatiebeleid (hoofdtak) van deze banken. Het is een combinatie van geen economische groei, geen loonstijgingen en fors dalende energie- en grondstoffenprijzen.

Met name de ECB maakt zich nu grote 'zorgen' over *deflatie* binnen de EU-zone en wil dit als argument gebruiken om indirect de geldpersen verder te laten draaien middels het opkopen van obligaties van de banken en zelfs het opkopen van Staatsleningen wordt overwogen.

Recentelijk hebben wij kunnen constateren dat inflatie door de politieke en financiële autoriteiten van Japan is te creëren op basis van het gevoerde financieel beleid. De deflatie werd in korte tijd omgezet in een inflatie van 2,5%. Ook een les die wij kunnen leren is dat indien er sprake is van een vertrouwenscrisis rond een valuta (roebel) de inflatie heel snel kan stijgen met alle gevolgen van dien.

Wij maken ons daarom dan ook geen zorgen over zogenaamde goede deflatie en blijven dan ook bij onze verwachting dat vroeg of laat de inflatie weer zal toenemen. Meer dan ons lief zal zijn.

Onze conclusie

Indien de inflatie weer zal gaan toenemen zullen de Centrale Banken hun hoofdtak (inflatiebestrijding) niet al te serieus gaan nemen, omdat hoge inflatie de oplossing is om de onbetaalbare schuldenberg te laten verminderen.

Vooruitzichten aandelenmarkten

Kunnen wij de hoge koersen op de aandelenbeurzen onderbouwen met macro-economische feiten? De analisten van met name de banken en aandelenfondsen denken van wel, wat ze dan ook graag dagelijks via de media met ons willen delen onder het motto: aandelen zijn niet goedkoop maar wel de enige optie omdat er geen alternatief is. Wij kunnen het in ieder geval niet onderbouwen. Op basis van onze fundamentele analyse is het niet meer de vraag of de aandelenbeurzen zullen corrigeren, maar wanneer en hoe heftig deze correcties zullen zijn.

Op basis van het navolgende blijven wij de mening toegedaan dat de internationale aandelenbeurzen wel eens met meer dan 30% zouden kunnen dalen:

- De aandelenkoersen zijn vanaf 2010 met gemiddeld ca. 30% gestegen terwijl de bedrijfswinsten met ca. 25% zijn gedaald over dezelfde periode.
- De vrije kasstromen zijn bij de bedrijven zorgwekkend verder afgenomen.
- De rente kan vanaf het huidige te lage niveau alleen maar gaan stijgen.
- De economische groei zal in het gunstigste geval heel gematigd zijn.
- De computergestuurde aandelenhandel krijgt te maken met menselijke 'fouten' in de zogenaamde algoritmes die nu de markten reeds verstoren.
- Een dividendrendement van gemiddeld 2,5% zal uiteindelijk onvoldoende zijn om als alternatieve belegging te blijven functioneren en de aanwezige risico's te negeren.

Kortom, wij zien geen aanleiding om nu te beleggen in aandelen in welke sector of regio dan ook. Ook moeten beleggers er rekening mee houden dat na de massale financiële fraude door banken ook steeds meer bedrijfsfraude boven water komt wat ook gerenommeerde ondernemingen in hun bestaansrecht kan gaan bedreigen.

Op basis van onze fundamentele analyse zou het op dit moment mogelijk moeten zijn om te profiteren van de verwachte forse koersdalingen door *short* (aandelen verkopen in de hoop ze later goedkoper terug te kopen) te gaan in aandelen. Wij kunnen dit nu nog niet adviseren omdat het risico te groot is door marktversturende invloeden van de computer- en flitshandel.

Wel zien wij mogelijkheden voor *stock-picking* voor zogenaamde 'herstelkandidaten'. Dit zijn beursgenoteerde ondernemingen die door de crisis zwaar zijn getroffen en inmiddels zijn gereorganiseerd en beschikken over een nieuw management alsmede door herfinanciering beschikken over goede balansverhoudingen.

Onze conclusie

Aandelenbeleggingen in het algemeen vormen op dit moment een veel te groot risico en een gezonde correctie is meer dan wenselijk hoe pijnlijk deze ook zal zijn.

Rentevooruitzichten

Korte rente (*sturingsinstrument Centrale Banken*)

Nu de baas van de ECB Draghi wanhopig in september de rente heeft verlaagd naar 0,05% is ook in navolging van Amerika en Japan de rente op een bijna nul niveau beland en is het rentewapen om de economieën te stimuleren niet meer te hanteren.

Op dit moment wordt in de media veel aandacht besteed aan de verwachting dat de banken de negatieve rente die voor hun van toepassing is bij de ECB, zullen doorberekenen aan de spaarders. 'Sparen wordt dan betalen'. Wij denken dat de Nederlandse banken de negatieve rente niet in rekening kunnen brengen bij de gemiddelde particuliere spaarders om het simpele feit dat ze nog steeds ca. € 300 miljard meer aan hypotheek hebben verstrekt dan dat ze aan spaargeld op de balans hebben staan. Om dit te verbeteren zijn de banken nu extra actief om buitenlands spaargeld aan te trekken, mede hierdoor zullen de spaarders er rekening mee moeten houden dat de huidige rentevergoeding van ca. 1% tijdelijk nog verder kan dalen.

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

Van het vrije marktmechanisme op de kapitaalmarkten is allang geen sprake meer bij de hoogte van de rente voor Staatsleningen en Bedrijfsobligatiebeleggingen. De Centrale Banken hebben door hun beleid bewust de kapitaalmarktrente naar onverantwoordelijk lage niveaus gebracht waardoor de beleggers gedwongen worden om overheden en bedrijven te voorzien van langlopende leningen met een veel te lage rentevergoeding. Het is gewoonweg niet reëel dat op een 10 jarige Nederlandse Staatslening een vergoeding van 0,7% wordt vergoed bij een inflatie van ca. 1%.

Onze conclusie

Het gevoerde beleid van de Centrale Banken heeft in onze ogen gefaald, er is geen economische groei gerealiseerd, alleen maar zeepbellen en de marktverhoudingen zijn voor langere tijd verstoord.

Valutavoruitzichten

Door het grote verschil aan economische daadkracht tussen Amerika (groei 2,5%) en Europa (groei 0,2%) alsmede het niet synchroon gevoerde rente- en stimuleringsbeleid van de Centrale Banken is de door ons lang verwachte stijging (ca. 11,5%) van de *dollar* eindelijk het geval.

Wij verwachten dat Amerika in april 2015 zal beginnen met de rente te verhogen en Europa te maken blijft houden met economische stagnatie alsmede toenemende politieke spanningen, waardoor de dollar verder kan gaan stijgen ten opzichte van de *euro*, vooralsnog richting €1,10.

Hoe de valuta's van de belangrijkste handelspartners van Amerika en Europa zich zullen ontwikkelen is moeilijk in te schatten omdat de in 2013 begonnen valutaoorlog nog steeds gaande is en Japan en China steeds nadrukkelijker hun exportposities willen beschermen. De landen die afhankelijk zijn van hun exporten van met name olie en grondstoffen moeten er wel rekening mee houden dat hun valuta's zwaar onder druk kunnen komen in het bijzonder Rusland, Australië en Noorwegen.

Onze conclusie

In 2015 zal moeten blijken hoe houdbaar de euro is. Dit zal afhankelijk zijn van de politieke daadkracht vanuit Brussel om de euro te redden. Er is snelheid geboden bij het realiseren van een bankenunie en euro-obligaties. Wij hebben hier een zwaar hoofd in.

Vooruitzichten vastgoedbeleggingen

Uit een onderzoek van ING Real Estate en Nyenrode is gebleken dat de particuliere beleggers weer vertrouwen hebben in vastgoedbeleggingen. Niet in kantoren en winkels maar vooral beleggingen in woningen wil men fors uitbreiden gezien de verwachting van stijgende woningprijzen. Wij vinden dat men misschien op korte termijn gelijk heeft, maar dat ze voor de langere termijn te weinig rekening houden met rentestijgingen, vergrijzing en verandering van het fiscale hypotheekregime.

Doordat de leegstand in winkels en kantoren verder is toegenomen en in beide gevallen de leegstand structureel is te noemen, zien wij geen enkel perspectief voor deze vastgoedcategorieën voor een aantrekkelijk rendement voor de komende jaren.

Voor beleggingen in commercieel vastgoed met beursnotering moet men er rekening mee houden dat het hoge dividendrendement van ca. 4% heeft gezorgd voor een notering van deze fondsen van soms wel 25% boven de intrinsieke waarden.

Onze conclusie

Ondanks het relatief hoge rendement is het risico van waardedalingen onder de huidige onzekere marktomstandigheden te groot voor alle vastgoedbeleggingen.

Alternatieve beleggingen

Grondstoffen

Door vraaguitval van met name China in combinatie met de wereldwijde afvlakkende economische ontwikkelingen hebben de grondstoffenmarkten over een breed front nog steeds te maken met verdergaande forse prijsdalingen en op basis van de ontwikkeling van de *Baltic Dry Index* zal dit voorlopig ook niet snel veranderen. Tevens beginnen de landen die sterk afhankelijk zijn van grondstofexporten nu de pijn echt te voelen en blijken ze niet tijdig de bakens te hebben verzet, met alle gevolgen van dien voor de overheidstekorten.

Energie

Wij vonden het al vreemd dat de olieprijs zolang op een niveau bleef van iets boven de \$100 per vat ondanks wereldwijde economische krimp in combinatie met de 'schaliegasrevolutie' in Amerika en de toenemende onrusten in het Midden Oosten. Zoals altijd heeft ook nu het marktmechanisme uiteindelijk zorggedragen voor een dalende olieprijs. Maar de verrassende

forse daling van meer dan 45% in een hele korte periode blijft voor ons een raadsel. Het verdwijnen van de speculatie uit de markt?

Dat het veel voordelen heeft voor met name de consument en het bedrijfsleven is duidelijk, maar er zijn ook nadelen in de vorm van toenemende geopolitieke spanningen in Rusland en in het Midden Oosten. Ook grote energie-investeringsprojecten worden uitgesteld, terwijl bestaande projecten financieringsproblemen zullen gaan krijgen. Hoe de olieprijs zich op korte termijn zal gaan ontwikkelen durven wij niet te zeggen, maar een herstel van thans \$58 per vat (Brent) naar richting \$80 zou voor alle partijen wenselijk zijn.

Edelmetaal

Nu de speculanten "lees" banken zich wegens fraude hebben moeten terugtrekken, hebben de edelmetaalmarkten even tijd nodig om te normaliseren. De noteringen zijn zich in 2014 aan het stabiliseren ondanks de toenemende onrust in de wereld en de per saldo gunstige vraag- en aanbodverhoudingen van met name fysiek *goud*. Wij vonden het wel opvallend, dat niet alleen Nederland grote hoeveelheden fysiek goud over de wereld heeft laten verschepen. Wij kunnen hier nog geen goede verklaring voor geven. De goud- en zilverprijzen laten zich nog steeds moeilijk voorspellen, maar mocht de vraag naar fysiek goud en zilver blijven toenemen, dan zal in combinatie met toenemende onrust op de financiële markten het meest waarschijnlijk zijn dat de koersen zullen gaan stijgen.

Crowdfunding

Ondanks het feit dat de banken weer voorzichtig, al dan niet gedwongen, kredieten zijn gaan verstrekken en volgens eigen zeggen dit verder zullen uitbreiden, blijft de markt voor Crowdfunding zich verder ontwikkelen.

Wij hebben inmiddels veel *Crowdfunding* alsmede *Private Equity* projecten geanalyseerd waarbij een rendement van tussen de 7 en 10% in het vooruitzicht wordt gesteld. Op basis van onderstaande facts hebben wij geen projecten kunnen vinden waar de risico- en rendementsverhoudingen acceptabel waren:

- De initiatiefnemers waren hoofdzakelijk starters.
- Ze waren ook reeds bij banken en andere investeerders langs geweest.
- Onvolledige bedrijfsplannen en indien een goed plan dan was er sprake van een slotfinanciering van een bancaire financiering.
- Onvoldoende managementcapaciteiten en begeleiding.
- Kleinschalige projecten.
- Hoog strijkstokgehalte.

Wij zullen de verdere ontwikkelingen kritisch blijven volgen maar vooralsnog huldigen wij het standpunt, waarom een te hoog risico dragen voor een rendement van maar gemiddeld 8%. Dan liever het risico dragen in ruil voor een deel van de bedrijfswinst. Ook is het wenselijk dat de banken hun eigen Crowdfunding platforms verder vorm gaan geven en de AFM als toezichhouder gaat optreden.

Bitcoins

Het is opvallend rustig omtrent deze vorm van 'alternatief' geld. De koers is inmiddels gedaald van \$1.000 naar \$335. De gelijkenis met de 'tulpenmanie' van 1634 tot 1637 is een beetje voorbij. Wel opvallend is dat durfkapitalisten nog de nodige miljarden in dit digitale geldsysteem blijven investeren. Wij denken wel dat er uiteindelijk bestaansrecht is voor een nieuw (digitaal) geldsysteem als vervanging van het huidige onbetrouwbare en fraudegevoelig geldsysteem, maar niet in de vorm van de bestaande Bitcoins.

Kansen en risico's

Risico's

- Insolvabele landen, banken en verzekeraars.
- Op termijn de hoge (hyper)inflatie (geldontwaarding) in combinatie met hogere vermogensbelastingen.
- Toenemende geopolitieke spanningen.
- Het recente G20 besluit: spaargelden die niet meer vallen onder het depositogarantiestelsel zullen worden beschouwd als de kapitaalstructuur van de betreffende bank.
- Computergestuurde koop- en verkoophandel.
- Voortbestaan van de euro in de huidige samenstelling.

Kansen

- Kleinschalige aandelenbeleggingen middels stock-picking van zogenaamde 'herstelkandidaten'.
- Aankoop van Amerikaanse dollars.
- Aankoop van edelmetaal (Goud) bij een extra hoog risicoprofiel.
- Obligatiebelegging middels de zogenaamde 'floaters' en/of short te gaan op 'bunds' (Duitse Staatsobligaties) kan worden overwogen indien de rente in Europa de neiging heeft te gaan stijgen.

Eindconclusie

Doordat de Centrale Banken de afgelopen jaren voor triljoenen dollars, yens en euro's op papier gecreëerd hebben om de banken te redden en de staatsschulden te financieren worden de spaarders en pensioenfondsen, al dan niet bewust, gedwongen om grote risico's te nemen op de financiële markten of knarsetandend genoeg te nemen met een veel te lage rentevergoeding. Het lijkt ons geen moeilijke keuze.

Crashes op de financiële markten zijn noodzakelijk om een goed rendement te halen op de lange termijn.

Ard Donker
Vermogensadviseur

Drs. ir. Jan Sneekes
Beleggingsstrateeg

Groningen, 2 januari 2015

Voor onze dagelijkse analyse van de financiële markten verwijzen wij naar **www.vermogensradar.nl** of volg ons op twitter: **vermogensradar**

Deze informatie is ontleend aan door ons betrouwbaar geachte bronnen en met de wetenschap dat niemand de economie en de financiële markten kan voorspellen. Voor de juistheid van de genoemde feiten, meningen en verwachtingen kunnen wij niet instaan.