

VISIE EN PROGNOSE

2^e helft 2011

- **Wordt de schulden crisis op korte termijn opgelost?**
- **Krijgen wij alsnog een 'double dip' en/of een stagflatieperiode?**
- **Is de angst voor een valutaoorlog terecht?**
- **Is de afnemende groei van de opkomende economieën tijdelijk?**
- **Hoe solvabel zijn de schuldenlanden en de banken daadwerkelijk?**
- **Gaat de vastgoedbubbel nu eindelijk leeglopen?**
- **Behoudt de euro de huidige samenstelling?**
- **Is er een alternatief voor de Amerikaanse dollar?**
- **Gaat de inflatie verder stijgen of juist weer dalen?**
- **Zijn er nog 'veilige havens' voor de beleggers?**
- **Blijven de politieke en financiële autoriteiten besluiteloos 'beleid' maken?**
- **Waar liggen de risico's en waar de toekomstige kansen voor de beleggers?**

Terugblik 1 helft 2011

Zo langzamerhand beginnen de puzzelstukjes van onze fundamentele analyse van de financiële markten op hun plaats te vallen. Wij hopen alleen dat onze verwachtingen van forse correcties op de financiële markten geleidelijk zullen plaatsvinden om geen onherstelbare schade aan te richten voor de toekomstige gunstige economische verwachtingen.

Wederom werd het jaar positief begonnen door de positieve macro-economische verwachtingen en werden beleggingsposities ingenomen alsmede grote investeringen gedaan alsof alle problemen waren opgelost. Met name door de bankanalisten en economen werd zelfs geroepen dat 2011 het jaar van aandelenbeleggingen zou gaan worden.

De *aandelenkoersen* hebben tot nu toe nog niet waar kunnen maken dat 2011 het jaar van de aandelen zal moeten worden. Het rendement voor het eerste halfjaar is per saldo aanzienlijk negatief waarbij opviel dat de AEX met 6,5% een bovengemiddeld verlies heeft geleden. Verliezen van boven de 10% waren op de Griekse en Finse beurzen waar te nemen. De uitzonderingen in positieve zin waren er voor de Amerikaanse beurzen met een positief rendement van ca. 4%, terwijl de beurs van Singapore met een plus van 10% spekkoper is.

De *obligatiebeleggers* kunnen het 1^e halfjaar van 2011 eveneens niet positief afsluiten. Bedrijfsobligatiehouders hebben heel fors moeten 'afstempelen' op met name Ierse en Deense achtergestelde perpetuele bancaire obligaties en moeten vrezen dat het hierbij niet blijft. Beleggers in Zuid Europese Staatsleningen hebben hun forse koersdalingen verder zien toenemen en niet alleen de banken en pensioenfondsen maar ook de ECB werden hierdoor getroffen. Obligatiebeleggers in staatsleningen met een AAA-status zagen hun aanzienlijke koersverliezen (3%) van het 1^e kwartaal iets afnemen tot 0,5% doordat er weer een vlucht naar zekerheid is waar te nemen van beleggers vanuit aandelen, grondstoffen en valuta's.

De *vastgoedbeleggers* in fondsen met beursnotering hebben per saldo te maken gehad met stabiele rendementen van ca. 4% positief. Men is namelijk bereid geweest om, gezien het hoge dividendrendement van gemiddeld 4,5%, fors boven de intrinsieke waarde te investeren om het inkomen op niveau te houden. De beleggers in de zogenaamde vastgoed cv's en andere niet beursgenoteerde creatieve rechtsvormen hebben hun forse verliezen alleen maar verder zien toenemen of zelfs hun inleg geheel verloren zien gaan. Oorzaak is de nodige faillissementen wegens onbehoorlijk beheer in combinatie met het nodige graaiwerk.

“ De beleggers in de zogenaamde vastgoed cv's en andere niet beursgenoteerde creatieve rechtsvormen hebben hun forse verliezen alleen maar verder zien toenemen of zelfs hun inleg geheel verloren zien gaan. Oorzaak is de nodige faillissementen wegens onbehoorlijk beheer in combinatie met het nodige graaiwerk. ”

De '*risicoloze*' beleggers hebben naast een goede nachtrust een gemiddeld rendement van ca. 2,2% kunnen realiseren in een depositomarkt waar de door ons verwachte rentestijgingen vorm beginnen te krijgen. Het wordt steeds duidelijker dat met name de Nederlandse banken structureel een tekort hebben aan spaargeld en de nieuwe regelgeving

de creatieve bancaire oplossingen hiervoor momenteel beperken en de banken elkaar onderling moeilijker geld uitlenen.

De navolgende opmerkelijke zaken zijn volgens ons nog de moeite waard om te vermelden over de eerste 1^e helft van 2011:

- Japan heeft grote economische schade opgelopen door een aardbeving met als gevolg een grote kernramp. Dit heeft de energiediscussie in een nieuw perspectief geplaatst.
- De ontwikkelingen in Egypte heeft het politieke klimaat in Noord Afrika en het Midden Oosten snel veranderd. Het is nog onduidelijk hoe zich dit verder zal gaan ontwikkelen.
- Door keihard te liegen en zich onbehoorlijk te gedragen hebben de financiële en politieke autoriteiten het vertrouwen verder beschaamd tot een zorgelijk niveau. En dat in een periode dat dit absoluut onwenselijk is.
- De ratingsburo's dreigen steeds nadrukkelijker de toekomstige kredietwaardigheid van economische wereldmachten zoals Amerika en Japan af te waarden.
- De inflatieangst met name in de opkomende markten en in het bijzonder in China toeneemt waardoor de politieke autoriteiten vrezen voor het uitbreken van sociale onrust.
- De ECB is technisch failliet doordat ze voor € 444 miljard aan slechte leningen hebben opgekocht van met name Zuid Europese landen. Dit is ca. 21% hoger dan het eigen vermogen.
- De schuldenpositie in Spanje is veel groter dan men tot nu toe heeft aangenomen. Dit gaat echt een bedreiging worden voor het voortbestaan van de EU en de euro.
- De arbeidsmarkt in Amerika zich niet verbetert en er inmiddels sprake is van een dubbel dip op de huizenmarkt.
- De bankenlobby is wel aan het verzwakken, maar de bankiers proberen nog altijd hun bonuscultuur te handhaven. Tot nu toe met succes.
- Ondanks de grote problemen van met name Zuid Europese landen heeft de euro tot nu toe goed stand gehouden ten opzichte van de belangrijkste handelspartners.
- Eerst de Europese banken redden, waarna Griekenland vervolgens in 2013 failliet kan gaan, lijkt thans het EU beleid te zijn.
- Door grote investeringen groeien de 'business to business' sectoren bovengemiddeld, terwijl de sectoren die afhankelijk zijn van de consumentenbestedingen het heel duidelijk laten afweten.
- Na Engeland zijn nu ook in Amerika duidelijke signalen van stagflatie waar te nemen. De inflatie bedraagt 3,6% op jaarbasis, de officiële werkloosheid 9,5% en is er sprake van een stagnerende economische groei.
- Japan is door de gevolgen van de aardbeving wederom in een recessie terecht gekomen.

Tot nu toe is de conclusie voor 2011 dat, met uitzondering van Duitsland, hoop op fors economisch herstel steeds meer plaatsmaakt voor pessimisme en grote onzekerheid. Het valt hierbij op dat met name politieke autoriteiten slecht met elkaar communiceren en het vertrouwen van de belastingbetaler (kiezer) wel erg op de proef stellen. De financiële markten hebben dit tot nu toe duidelijk laten merken middels forse koersdalingen en nerveus gedrag.

Macro-economische vooruitzichten

De OESO heeft in haar halfjaarlijkse outlook duidelijk aangegeven dat er voor de wereldeconomie nog grote risico's aanwezig zijn en dat er per saldo meer potentiële tegenvallers zullen zijn dan meevallers. Tevens hebben ze indringend Amerika het advies gegeven de rente snel te verhogen vanaf het huidige 0% niveau omdat de inflatie inmiddels 3,6% op jaarbasis bedraagt en stagflatie dreigt.

Ook hebben wij in het recente IMF rapport kunnen lezen dat ze waarschuwen voor een besmetting van de schulden crisis waardoor met name de zwakke banken het grootste gevaar zijn.

Maar ondanks deze achtergrond blijft met name de OESO voor de wereldhandel redelijk positief en verwacht een verdere groei van ca. 8,1% voor dit jaar en voor 2012 zelfs een groei van 8,4%. Het is wel opvallend dat men voor dit jaar en 2012 een economische groei in Euroland verwacht van 2%. Voor China verwacht men een afzwakking van de groei en voor Japan, mede door de gevolgen van de aardbeving, een economische krimp van circa 1% in 2011.

Als zogenaamde 'dubbeldippers' blijven wij het opmerkelijk vinden dat de OESO haar positieve vooruitzichten voor 2011 en 2012 toch blijft handhaven ondanks de recente waarschuwingen. Wij denken dat ze hun bestaande gedateerde economische computermodellen trouw blijven, die volgens ons in de huidige economisch situatie niet kunnen en mogen worden gebruikt.

Wij hopen dat men de schulden crisis, ontstaan door een financiële crisis, snel en daadkrachtig gaat aanpakken en het verlies snel gaat nemen om de periode van dubbel dip en/of stagflatie zo kort mogelijk te laten duren. Indien dit op een adequate manier gebeurt verwachten wij snel een gezond en krachtig wereldwijd economisch herstel.

Inflatievooruitzichten

De deflatie angst heeft inmiddels duidelijk plaatsgemaakt voor inflatie angst met name in de opkomende economieën waarbij zelfs Japan na jaren van deflatie weer te maken kreeg met een lichte inflatie van 0,6%. In de zogenaamde 'ontwikkelde' landen ligt de huidige inflatie op het niveau van tussen de 2,8 à 3,6% wat hoofdzakelijk wordt veroorzaakt door hogere energie-, grondstoffen- en voedselprijzen terwijl de toekomstige krapte op de arbeidsmarkt alsmede het laten draaien van de bankbiljettenpersen hierop nog geen invloed heeft gehad. In de 'opkomende' landen ligt de huidige inflatie duidelijk boven de 5% waarbij de voedselprijzen zwaarder wegen, aangezien deze ca. 50% van het inkomen bedragen. Met name in China is de loon-prijsspiraal duidelijk waar te nemen met loonstijgingen van meer dan 20%. Nu de inflatiegeest uit de fles is, zal het Chinese regime alles in het werk stellen om sociale onrusten in de kiem te smoren, met alle gevolgen van dien.

“ Als zogenaamde 'dubbeldippers' blijven wij het opmerkelijk vinden dat de OESO haar positieve vooruitzichten voor 2011 en 2012 toch blijft handhaven ondanks de recente waarschuwingen ”

Wij blijven bij onze verwachting dat de inflatie uiteindelijk fors zal gaan stijgen en het niet blijft bij 5 à 6%. Wel sluiten wij een tijdelijke daling voor de eerste helft van 2012 niet geheel uit doordat de grondstoffen-, energie- en voedselprijzen kunnen dalen door de verwachte economische krimp. Maar uiteindelijk zullen de financiële en politieke autoriteiten door de megaschulden bij de overheden de verleiding niet kunnen weerstaan de inflatie niet meer echt te bestrijden, maar deze juist te stimuleren als oplossing van het schuldenprobleem.

Vooruitzichten aandelenmarkten

Dat de analisten en fondsmanagers het jaar 2011 hebben uitgeroepen tot het jaar van het aandeel met rendementen van 20% of hoger kunnen wij nog steeds niet met ze delen. De bedrijfscijfers met hier en daar een uitzondering die wij dit jaar tot nu toe hebben mogen analyseren, kunnen amper het huidige hoge koersniveau rechtvaardigen waarbij het gemiddelde dividendrendement bij de kwaliteitsaandelen van 3 à 3,5% zorgt voor een bodem van de huidige aandelenkoersen.

Ook indien de positieve verwachtingen van de analisten uitkomen, die volgens ons gebaseerd zijn op hoop en niet op fundamentele onderbouwingen, zal de aandelenbeurs het moeilijk krijgen. De reden is dat de rente door hoge inflatie fors zal gaan stijgen en het aandelendividendrendement moet concurreren met hogere rentevergoedingen in minder risicodragende beleggingen zoals deposito's en staatsleningen.

“ De positieve verwachtingen voor de aandelenbeurzen zijn volgens ons gebaseerd op hoop en niet op fundamentele onderbouwingen ”

Wij blijven dan ook bij ons standpunt dat er momenteel meer bedreigingen dan kansen zijn voor aandelenbeleggingen en blijven dan ook bij ons negatieve advies voor aandelenbeleggingen in het algemeen. Ook blijven wij nog steeds rekening houden met verdere koersdalingen van gemiddeld meer dan 21% voor de Internationale aandelenbeurzen.

Voor de lange termijn blijven wij overigens nog altijd bijzonder positief over beleggingen in kwaliteitsaandelen en spreken de hoop uit dat men snel en adequaat schoon schip zal gaan maken met het oplossen van de huidige grote financiële problemen.

Wij blijven de mening toegedaan dat de wereldwijde opkomende economieën, waar tweederde van de wereldbevolking aanwezig is, zich snel onze westerse welvaart zullen verwerven met alle positieve gevolgen van dien voor het internationale bedrijfsleven. Tegelijkertijd zullen de zogenaamde 'oude' economieën, Amerika, Japan en Europa, te maken krijgen met een snel verkrappende arbeidsmarkt door de vergrijzing. Hiermee zal de relatieve hoge werkloosheid zich vanzelf oplossen en zullen de lonen aanzienlijk gaan stijgen met de daaruit voortvloeiende logische gevolgen voor de consumentenbestedingen.

Daar wij nog steeds op korte termijn uitgaan van aanzienlijke verdere correcties op de aandelenbeurzen, lijkt het ons weinig zinvol om uitgebreide analyses per regio en sector te doen. Wij blijven ons dan ook beperken tot de navolgende verwachtingen in hoofdlijnen:

- De Amerikaanse aandelenbeurzen zullen minder hard worden getroffen door de verwachte koersdalingen, mede gezien de flexibele arbeidsmarkt, grote binnenlandse consumentenmarkt en presidentsverkiezingen in 2012
- Voor de opkomende markten verwachten wij verdergaande bovengemiddelde koersdalingen en in het bijzonder de aandelenmarkten in Rusland, Brazilië en China
- In de Eurozone blijven wij rekening houden met koersdalingen van hier en daar meer dan 21%. Voor de AEX sluiten wij een verdere daling van ca. 40% tot het oude weerstandsniveau van maart 2009 nog steeds niet uit (circa 200 punten)

- Voor grondstofbeleggingen blijven wij bij onze verwachting dat per saldo forse correcties kunnen plaatsvinden met vooralsnog een positieve uitzondering voor de edelmetalen. Maar men dient er wel rekening mee te blijven houden dat er forse schommelingen (koersmanipulaties) kunnen plaatsvinden omdat het hier gaat om relatief kleine markten die extra gevoelig zijn voor koop- en verkoopactiviteiten van grote speculanten (lees banken).

Rentevooruitzichten

Korte rente (sturingsinstrument Centrale Banken)

De hamvraag is, hoe lang kunnen de Centrale Banken in Euroland, Amerika en Japan de rente laag houden bij een fors stijgende inflatie? De vraag stellen is tevens de vraag beantwoorden, namelijk niet al te lang meer, vroeg of laat zal de korte rente ook in deze regio's fors gaan stijgen.

De financiële autoriteiten zullen uiteindelijk door de markt worden gedwongen de korte rente te verhogen, ook als de economische groei dit niet rechtvaardigt en de inflatie tijdelijk zal dalen aangezien de huidige extreem lage rente de bestaande financiële chaos alleen maar verder zal verslechteren. Het tijdstip van renteverhogingen zal mede afhankelijk zijn van de kracht van de bankenlobby die bij de huidige oneigenlijke situatie in staat worden gesteld optimaal te blijven 'woekeren' door veel te hoge rentemarges te realiseren. De financiële autoriteiten geven vooralsnog goedkeuring aan deze praktijken van 'indirecte belastingen' om de banken in de gelegenheid te stellen hun balansen op orde te brengen voor zover dit nog mogelijk is.

Op dit moment is duidelijk waar te nemen dat de banken door een structureel tekort aan spaargelden en onderling wantrouwen de rentevergoedingen op spaarrekeningen voor particulieren en bedrijven reeds aan het verhogen zijn. Of het tot een deposito-oorlog zal leiden zoals in Spanje met rentevergoedingen van tussen de 4 en 5% is afwachten maar uiteindelijk zullen ook in Euroland de rentevergoedingen op dit niveau uitkomen in navolging van Australië, Canada, Brazilië, India en China.

“ In Euroland heeft men wel één munt maar geen gemeenschappelijk monetair en fiscaal beleid, waardoor de zwakste schakel in Euroland voor de huidige problemen zorgt. ”

Lange rente (vrije marktmechanisme op basis van inflatiecorrectie)

Het wordt steeds duidelijker waar te nemen dat ondanks het hebben van één valuta in Euroland de rentevergoedingen op staatsleningen verschillen van 3% voor Duitsland en maximaal 17% voor Griekenland terwijl Amerika met een hogere schuldenlast dan het gemiddelde van Euroland een renteniveau heeft van 3,1%.

De verklaring hiervoor is volgens ons simpel: In tegenstelling tot de Amerikanen heeft men in Euroland wel één munt maar geen gemeenschappelijk monetair en fiscaal beleid. Voor Europa geldt, je bent zo sterk als je zwakste schakel.

In het 1^e kwartaal van 2011 hebben wij te maken gehad met forse koersdalingen van de obligatiekoersen (stijging lange rente) in de zogenaamd sterke landen (AAA-status) door hoop op economisch herstel in combinatie met een hogere inflatie en 'vlucht' in aandelen. De laatste paar weken zijn de obligatiekoersen weer aan het herstellen maar per saldo staan ze nog op een verlies van ca. 0,5% vanaf 1 januari. Reden is dat de hoop op economisch

herstel is verdwenen en de schuldenproblemen in combinatie met angst voor een dubbel dip waardoor deze 'veilig' geachte staatsleningen weer gebruikt worden als vluchthaven.

Ongeacht het wel of niet 'afstempelen' van staatsleningen van de zuidelijke Europese landen, waarbij afwaarderingen van 50% of meer zeer waarschijnlijk zijn, zullen de obligatieleggers bij alle obligatievormen op de verschillende deelmarkten rekening moeten houden met een fors stijgende lange rente, waardoor obligatiekoersdalingen van meer dan 15% geen uitzondering zullen zijn. Met name beleggingen in Amerikaanse staatsleningen kunnen zwaar worden getroffen. De oorzaak hiervan ligt volgens ons bij een combinatie van een stijgende inflatie, de schulden crisis alsmede een structureel tekort aan spaargelden bij met name de banken en overheden.

Valutavoruitzichten

Het is zeer opmerkelijk dat de eurokoers t.o.v. niet alleen de Amerikaanse dollar (+7,5%) maar ook t.o.v. valuta's van andere belangrijke handelspartners goed stand heeft gehouden en hier en daar de koers zelfs heeft zien stijgen ondanks de huidige EU schuldenproblemen en het ontbreken van politieke daadkracht om deze op te lossen.

Wij denken dat dit van tijdelijke aard zal zijn en hiervoor alleen maar een verklaring kunnen geven door het gevoerde rentebeleid van de Europese Centrale Bank, namelijk verhoging van de rente met 0,25% en de verwachting uit te spreken dat verdere renteverhogingen voor 2011 waarschijnlijk zijn, terwijl Amerika, Japan en Engeland hiertoe nog geen stappen hebben ondernomen.

Wij gaan er van uit dat de politieke en financiële autoriteiten in Euroland het schuldenprobleem voor zich uit proberen te schuiven tot 2013, voordat men de schulden van Griekenland, Portugal en Ierland zal gaan herstructureren onder het motto van: Deze landen pas failliet laten gaan als de banken er geen last meer van hebben. Terwijl ook de Chinezen nogmaals hebben aangegeven dat ze hun valuta niet willen ontkoppelen van hun belangrijkste handelspartner Amerika, omdat het regime aldaar bang is voor te hoge inflatie en hierdoor sociale onrust.

Wij blijven dan ook bij onze verwachting dat de Amerikaanse dollar op de middellange termijn in waarde zal gaan stijgen t.o.v. de euro omdat de Amerikanen beleid maken onder het motto: *de dollar de Amerikaanse valuta is, maar een probleem voor de rest van de wereld.*

Ook dienen met name de opkomende markten er rekening mee te moeten houden dat de Amerikanen uiteindelijk als winnaar uit de bus zullen komen onder welk gevoerde valutabeleid dan ook t.o.v. de Amerikaanse dollar.

“ De Amerikanen beleid maken onder het motto: de dollar de Amerikaanse valuta is, maar een probleem voor de rest van de wereld ”

Wij blijven er terdege rekening mee houden dat Duitsland maatregelen zal nemen indien mocht blijken dat Spanje, maar ook Italië uiteindelijk in de problemen komen. Wij kunnen ons niet aan de indruk onttrekken dat Duitsland reeds een plan B heeft klaarliggen waarbij wij er rekening mee moeten houden dat de samenstelling van de euro niet meer de huidige zal zijn. Een goed alternatief zou dan een zogenaamde 'Hanze-euro' kunnen zijn met als

basis de Duitse economie. Maar voorlopig is het afschaffen van de euro domweg nog te duur en zal het politieke geklungel nog wel even doorgaan en zorgen voor onrust op de financiële markten en verdere verzwakking van de euro.

De signalen worden ook steeds duidelijker dat de Amerikaanse dollar op lange termijn niet meer de stabiele reservevaluta zal kunnen zijn zoals het de afgelopen honderd jaar wel het geval was. De kracht van de opkomende economieën in Azië in combinatie met de schuldenproblemen van de Amerikanen zullen er uiteindelijk voor zorgen dat de rol van de dollar als reservevaluta zal worden overgenomen door een Aziatische muntunie na voorbeeld van de euro. En mocht men in Europa erin slagen uiteindelijk een gemeenschappelijke unie te realiseren met één beleid dan zal ook de euro een rol als reservevaluta kunnen spelen, omdat de Europese Unie per saldo meer potentiële welvaart heeft dan Amerika en China en tevens sociaal stabiel is.

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 na een kort herstel uiteindelijk nog verder kan dalen dan de introductiekoers van € 1,1748 naar een niveau van € 1,00 à € 1,10. Mochten Spanje en Italië echt een probleem gaan vormen en er door toedoen van Duitsland echt een eurocrisis ontstaat dan sluiten wij een verdere daling richting oude dieptepunten van € 0,81 niet uit.

Vooruitzichten vastgoedbeleggingen

De belanghebbenden in de vastgoedmarkt hebben inmiddels ook toegegeven dat de realiteit in de vastgoedsector toch anders is dan men ons tot voor kort deed geloven. Zij gaan vanuit de slachtofferrol nu schreeuwen om hulp van de overheid, nadat inmiddels is gebleken dat de stabiele huurinkomsten fabeltjes waren, omdat er aanzienlijke voordelen aan huurders werden gegeven. Ook de te hoge taxaties door gerenommeerde makelaarskantoren kwamen hierdoor in een ander daglicht te staan.

“ De belanghebbende in de vastgoedsector gaan vanuit de slachtofferrol schreeuwen om hulp van de overheid, nadat inmiddels is gebleken dat de stabiele huurinkomsten fabeltjes waren ”

Onze verwachtingen blijven dan ook onvoorwaardelijk negatief voor commercieel vastgoed in het algemeen met een enkele uitzondering voor de super A1 locatie. De nieuwbouwmarkt voor woningen verbetert zich nog steeds niet en ligt nagenoeg stil. De leegstand van ca. 7 miljoen m² (14%) aan kantoren is door verborgen leegstand eerder toegenomen dan dat het zich heeft hersteld. Ook de leegstand van winkelpanden in belangrijke winkelstraten beginnen ernstige vormen aan te nemen doordat de winkeliers de te hoge huren niet meer kunnen betalen. Dit wordt veroorzaakt door de groei van de verkoop via internet in combinatie met de afnemende consumentenbestedingen.

Internationaal begint het hier en daar ook behoorlijk te kraken. In China begint de vastgoedbubbel langzaam leeg te lopen en in Amerika verschijnen de eerste vastgoedrapporten die waarschuwen voor een commerciële vastgoedcrisis die te vergelijken is met de huizen crisis aldaar, waar 30% waardedaling tot nu toe heeft plaatsgevonden.

In Duitsland, Scandinavië, Zwitserland en Engeland zijn de vooruitzichten tot nu toe minder slecht en in Duitsland is zelfs een licht herstel van de kantoorpanden in bepaalde regio's waar te nemen.

Ook als anti-inflatiebelegging vinden wij het te vroeg om aan commerciële vastgoedbeleggingen te denken in de vorm van kantoren, hotels en winkels. Eerst zullen er forse afwaarderingen moeten plaatsvinden. De markt blijft aan de vooravond van grote herfinancieringen heel duidelijk te maken houden met leegstand en dalende huurinkomsten. Het wordt steeds duidelijker dat banken zich juist nu terugtrekken uit de vastgoedmarkt wat zal resulteren in gedwongen verkopen en verkoopbedragen op het niveau van 'wat de gek ervoor geeft'. Het zijn spannende tijden voor de particuliere vastgoedbeleggers die 25% van de vastgoedmarkt bezitten en dit over het algemeen fors hebben gefinancierd. Ook de banken zullen hiervan de negatieve gevolgen ondervinden door forse afboekingen te moeten doen.

Beleggingsstrategie 2^e helft 2011

Aandelenbeleggingen

Het wordt eentonig, maar wij blijven volharden in ons standpunt en adviseren voorlopig niet in aandelen te beleggen ondanks de positieve verwachtingen van de bankanalisten en economen en andere belanghebbenden die een positief rendement voor 2011 van tussen de 10% en 25% voor aandelenbeleggingen verwachten. Wij blijven bij onze strategie om te wachten op de forse correcties op de aandelenbeurzen en blijven dan ook adviseren de voor aandelen bestemde middelen vooralsnog dagelijks opvraagbaar 'risiceloos à deposito' te blijven beleggen bij een bovenal solide financiële instelling. Tevens hebben wij de recente bedrijfscijfers kunnen analyseren en met een paar uitzonderingen hier en daar moeten vaststellen dat ook zelfs bij een economische groei van minimaal 3 à 4% een verdere stijging van de huidige aandelenkoersen niet is te rechtvaardigen.

Het is ons ook duidelijk geworden dat bedrijven die afhankelijk zijn van consumentenbestedingen het heel moeilijk hebben. Bedrijven die het moeten hebben van 'business to business' en met name Duitse ondernemingen die het moeten hebben van kapitaalgoederen hebben het juist beter gedaan dan verwacht dankzij export naar China. De conclusie die wij hieruit hebben getrokken is dat de consument wereldwijd niet kan of wil consumeren en bedrijven circa 2 jaar geleden investeringsbeslissingen hebben genomen die achteraf wel eens te voorbarig kunnen zijn geweest. Dit zal resulteren in extra voorraadvorming en onnodige productiecapaciteitsuitbreiding. Tegelijkertijd zal de vraag vanuit China voor kapitaalgoederen tijdelijk fors kunnen afnemen.

Mochten de verwachte correcties hebben plaatsgevonden dan adviseren wij de slag te slaan om geleidelijk 'kwaliteitsaandelen' te kopen om het gewenste aandelenbezit conform het 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.

De aandelenbeurzen zullen naar onze verwachting zeer bewegelijk blijven waardoor zich goede kansen voor Stock-Picking kunnen voordoen, maar het zal moeilijk zijn om hierop te anticiperen, omdat tot nu toe de aandelenbeurzen de afgelopen jaren eerder meer een gelijkentis vertoonden met een flipperkast dan met een markt waar enige trend was te ontdekken. Deze beweeglijkheid wordt mede veroorzaakt door de steeds grotere invloed van

gevaarlijke en onvoorspelbare computergestuurde programma's waarbij het niet meer mogelijk is om in te grijpen indien de koop en/of verkoopprogramma's worden uitgevoerd. Ook steunaankopen van de financiële autoriteiten blijven wij niet uitsluiten alsmede invloeden van de astronomische omvang hebbende derivatenposities die zich buiten de officiële markten afspelen.

Obligatiebeleggingen

Ook hier blijven wij volharden in ons negatieve advies voor obligatiebeleggingen in het algemeen, maar in het bijzonder over obligatiebeleggingen in de vorm van staatsleningen inclusief die van Duitsland, Nederland en Amerika die thans als vluchthaven worden gebruikt. Voor beleggers in staatleningen van Spanje en Italië die het huidige positieve renteverskil van 1 à 1,5% t.o.v. Duitse Staatsleningen niet kunnen weerstaan geven wij het advies om heel goed te kijken naar de solvabiliteit van beide landen, die wel eens veel slechter kan zijn dan op dit moment wordt aangenomen.

Voor de Nederlandse en Duitse lange rente verwachten wij te zijner tijd een stijging van meer dan 2% vanaf het huidige niveau van 3% resp. 3,2%. Mocht onze verwachting uitkomen dan zullen de 10 jarige 'veilige haven' obligatiebeleggingen schijnzekerheid hebben geboden en koersdalingen van 15 à 20% het gevolg zijn bij de huidige extreem lage rente.

Voor de lange rente in *Amerika* blijven wij ook bij onze mening dat deze op termijn fors kan gaan stijgen van thans 3,1% naar circa 6,5% à 7,5% door een combinatie van oplopende inflatie, het terughalen van het door de FED gratis beschikbaar gestelde geld, alsmede obligatieverkopen van China en Japan die veel geld nodig hebben om de binnenlandse bestedingen te kunnen blijven financieren. Tevens zal binnenkort het enorme schuldenprobleem van Amerika aan de orde worden gesteld waardoor de handhaving van de AAA-rating ter discussie zal komen. Dit is eveneens van toepassing voor Engeland die er nog slechter voor staat.

Ook voor Japan blijven wij uitgaan van een stijging van de kapitaalmarktrente mede doordat de deflatie inmiddels is omgeslagen in een lichte inflatie, terwijl de gevolgen van de aardbeving nog niet zijn te overzien. Wij verwachten een stijging van thans 1,8% naar 3,5%

Een uitzondering blijven wij te zijner tijd maken voor zogenaamde 'Floaters' obligaties (bedrijfsobligaties waarbij de rentevergoeding is gekoppeld aan de ontwikkelingen van de kapitaalmarktrente) Nog steeds hebben wij geen interessante en koopwaardige obligaties kunnen ontdekken gezien onze twijfels omtrent de kwaliteit debiteur en eenzijdige voorwaarden (valkuilen) in de huidige obligatievoorwaarden.

De voor obligatiebeleggingen bestemde middelen adviseren wij eveneens dagelijks opvraagbaar 'risiceloos à deposito' te blijven beleggen bij een bovenal solide financiële instelling.

Vastgoedbeleggingen

Ondanks dat Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen een positief rendement van circa 4% en vanaf 1 januari een aantrekkelijk dividendrendement hebben laten zien, blijven wij bijzonder negatief voor alle vormen van commerciële vastgoedbeleggingen. Zeker nu bekend is geworden dat de banken niet langer bereid zijn om vastgoed te herfinancieren. Dat in tegenstelling tot andere beleggingscategorieën de beursgenoteerde vastgoedfondsen een positief rendement hebben behaald heeft volgens ons te maken met vluchtgedrag van beleggers in combinatie met het gaan voor een hoger dividendrendement dan andere beleggingscategorieën.

Depositobeleggingen

De concurrentie en het onderling wantrouwen van banken in Euroland zal nog verder toenemen waardoor de rentevergoedingen op particuliere en zakelijke spaarvormen verder zullen gaan stijgen. Op basis van de 6 maandgeldmarkttarieven houdt de markt reeds rekening met twee keer een renteverhoging van 0,25% dit jaar door de ECB naar een niveau van 1,75%.

Nadrukkelijk blijven wij adviseren de liquide middelen vooralsnog te stallen bij solide financiële instellingen op dagelijks opvraagbare spaarvormen zonder enige opnamebeperking. Het is zaak je niet te laten verleiden door stuntende banken om je spaargeld langer vast te zetten tegen een iets hogere rente of met opnamebeperkingen middels retourrente bij opnames. Neem vooralsnog genoeg met iets minder en met de verwachting te zijner tijd een aanzienlijke hogere rentevergoeding. Ook blijven wij attenderen dat de problemen bij de banken nog altijd niet zijn opgelost. Het tegendeel is

“ De solvabiliteit van de banken is aanmerkelijk slechter dan nu wordt aangenomen ondanks de positieve stresstesten. ”

waar, de solvabiliteit van de banken is aanmerkelijk slechter dan nu wordt aangenomen ondanks de positieve stresstesten.

Tenslotte, mochten onze fundamentele verwachtingen wederom uitkomen dan zal het voor de beleggers moeilijk worden om op korte termijn een hoog rendement te behalen terwijl het alternatief in andere beleggingscategorieën kan resulteren in forse verliezen.

De grootse risico's voor de beleggers zijn vooralsnog hoge inflatie (geldontwaarding), alsmede insolvabele landen en/of financiële instellingen.

Ard Donker
Vermogensadviseur

Drs. ir. Jan Sneekes
Beleggingsstrateeg

Groningen, 24 juni 2011

Voor onze dagelijkse analyse van de financiële markten verwijzen wij naar www.vermogensradar.nl

Deze informatie is ontleend aan door ons betrouwbaar geachte bronnen. Voor de juistheid van de genoemde feiten, meningen en verwachtingen kunnen wij echter niet instaan.