

Visie en Prognose

2^e helft 2014

- **Is het bewust creëren van hogere inflatie wel de oplossing voor de onbetaalbare grote wereldwijde schuldenberg?**
- **Is de Eurozone nu echt uit de recessie of blijven wij nog jaren doormodderen?**
- **Gaan de politieke autoriteiten het noodgedwongen gevoerde Centrale Bankenbeleid inhoud geven middels daadkrachtig politiek beleid?**
- **Zal de economische groei van de 'opkomende' landen zich gaan herstellen?**
- **Welke Europese banken zullen de stresstest niet doorstaan eind dit jaar?**
- **Zijn de Amerikaanse economische groeiverwachtingen nog wel realistisch?**
- **Is de commerciële vastgoedmarkt nu daadwerkelijk aan het herstellen?**
- **Is het verantwoord om voor een iets hoger beleggingsrendement alle risicoparameters te negeren?**
- **Zullen de toenemende geopolitieke onrusten de wereldeconomie negatief gaan beïnvloeden?**
- **Heeft het 'gratis geld' beleid van de Centrale Banken de spaarders en de pensioenfondsen op hun knieën gekregen?**
- **Wordt de deflatieangst als oneigenlijk argument (mis)gebruikt door de ECB om de eurokoers fors te doen dalen?**
- **Hebben de Centrale Banken nog wel voldoende 'munitie' om eventuele volgende economische problemen te bestrijden?**
- **Is het risicobeheer-computerprogramma Aladdin van BlackRock het grootste risico voor de financiële markten?**
- **Waarom zijn de verhoudingen zoek tussen de macro-economische ontwikkelingen en de financiële markten?**
- **Waar kan de belegger nog veilig zijn vermogen onderbrengen?**

Terugblik 1^e helft 2014

Al enige tijd spreken wij de verwachting uit dat er geen ruimte meer is voor verder stijgende koersen op de aandelen-, obligatie- en vastgoedmarkten en waarschuwen wij voor aanzienlijke correcties op deze financiële markten.

Wij hebben nog steeds deze gedachten en onze fundamentele analyses blijven de negatieve signalen overduidelijk afgeven. Maar waarom reageren de markten dan niet op het uitblijven van de verwachte economische groei en de toenemende geopolitieke spanningen? Het massaal openzetten van de geldkranen door de Centrale Banken en het afnemende risicobesef bij de beleggers door hun wanhopige speurtocht naar enig rendement kunnen hiervoor niet alleen de verklaring zijn. Maar wat dan wel?

Dat de financiële markten niet meer reageren op fundamentele analyses op basis van onderliggende economische en bedrijfscijfers zou wel eens te maken kunnen hebben met het in grote mate toepassen van het computergestuurd beleggen zonder menselijke tussenkomst waarbij de handelaren langzamerhand worden vervangen door computerprogrammeurs.

In het navolgende: **vooruitzichten aandelenmarkten**, gaan wij verder in op het risicobeheerprogramma Aladdin van BlackRock. Ca. 10% van het wereldwijd te beleggen vermogen wordt door dit computerprogramma belegd op basis van de input die hoofdzakelijk door de financiële autoriteiten worden gepubliceerd. Met name de Centrale Banken van Amerika en Europa voeren een monetair beleid precies zoals de financiële markten dat wenselijk achten. Waar dit toe zal leiden is natuurlijk niet moeilijk te voorspellen.

In het eerste half jaar waren de financiële markten bij wederom opvallend lage omzetten relatief stabiel en rustig in de hoop de bevestiging te krijgen van het daadwerkelijke economische herstel en betere bedrijfsresultaten. Op basis van 'harde' 1^e kwartaalcijfers viel dit flink tegen. Pas toen de Centrale Banken in actie kwamen was er enige beweging te signaleren, waarbij de aandelen- en vastgoedmarkten gering konden stijgen en de obligatiemarkten hiervan het meeste konden profiteren doordat de lange rente hierdoor nog verder ging dalen. Met name de staatsleningen van Zuid-Europa hebben hier volop van geprofiteerd en lieten een totaal rendement zien van soms meer dan 10%.

“ De financiële markten reageren niet meer op fundamentele analyses op basis van onderliggende economische en bedrijfscijfers. ”

De navolgende opmerkelijke zaken in de 1^e helft van 2014 zijn volgens ons de moeite waard om te vermelden maar tevens om rekening mee te houden voor de toekomst:

- Dat de hoge werkloosheid in de EU-zone met bijna 12% een 'gezonde' voedingsbodem is voor sociale en politieke onrust.
- Het politieke speelveld in Europa danig kan veranderen door de uitkomst van de Europese verkiezingen waarbij de Noordelijke en de Zuidelijke belangen kunnen botsen om gezamenlijk EU-beleid te maken.
- De Centrale Banken geen 'wapens' meer tot hun beschikking hebben om te kunnen ingrijpen bij de volgende grote financiële en/of economische problemen.
- De zogenaamde 'opkomende' economieën niet zelfstandig uit de economische problemen kunnen komen en problemen krijgen om aan hun staatsschuldenverplichtingen te voldoen.
- Het Europese bankwezen steeds meer de gedaante krijgt van 'zombiebanken'.
- De schaliegasvoordelen van de Amerikanen pijnlijk voelbaar beginnen te worden in Europa.

- De Centrale banken van Amerika en Europa hun grip op de markten aan het verliezen zijn en iets te vaak roepen: dat de rente heel lang, heel laag zal blijven.
- De crisis in de EU-zone nog lang niet volledig is opgelost, in tegenstelling tot de mening van onze minister van Financiën Dijsselbloem.
- De verdienmodellen voor de banken en de verzekeraars steeds verder onder druk komen en in hun bestaan bedreigd worden door Facebook en Google-achtige ondernemingen.
- De FBI onderzoek doet naar koersmanipulaties bij de computergestuurde 'flitshandel'.

Conclusie:

De crisis is nog niet voorbij en het verwachte economische herstel heeft (nog) niet plaatsgevonden, terwijl de financiële markten hierop wel zijn vooruitgelopen. De zogenaamde 'zachte' cijfers (producenten- en consumentenvertrouwen) voor het 2^e kwartaal laten ook nog geen verbetering zien, integendeel, ze verslechteren zelfs, waarbij het voor Europa heel belangrijk zal zijn of Frankrijk zich snel economisch gaat herstellen. Wij hebben hier een zwaar hoofd in.

Wij hopen, wat vaak uitgestelde teleurstelling is, dat de politiek de Centrale Banken te hulp zal komen door de broodnodige hervormingen in te voeren, die moeten leiden tot duurzaam economisch herstel in plaats van het 'pluchekleven' en het doen aan "vriendjespolitiek".

Macro-economische vooruitzichten

De zogenaamde 'harde' 1^e kwartaal macro-economische cijfers hebben duidelijk gemaakt dat er van economisch herstel nog steeds geen sprake is. In tegendeel, de grootste economische wereldmacht Amerika heeft een totaal onverwachte economische krimp van 2,9% laten zien, terwijl men een groei op jaarbasis van 2,8% had verwacht. Als belangrijkste oorzaak werd de strenge winter genoemd. Wij kunnen het niet verklaren dat na een economische groei van ca. 3,8% in het 4^e kwartaal 2013 dit ineens kan omslaan in een krimp van meer dan 2,9%. Dit kan niet alleen door de strenge winter worden verklaard, er moet meer aan de hand zijn met de Amerikaanse economie om de krimp van ca. 6,5% te verklaren over een periode van een half jaar. Zouden ze daar dan ook, net als in China, de cijfers grootschalig manipuleren? Voorlopig geven wij ze het voordeel van de twijfel.

De 2^e economische wereldmacht China wil ons doen geloven dat ze de groei-ramingen van 7,5% voor 2014 zullen realiseren. Dit zal op papier ongetwijfeld worden gerealiseerd. Tot nu toe hebben de politieke leiders de gepubliceerde cijfers niet kunnen onderbouwen met onderliggende harde economische cijfers, waardoor wij verwachten dat de daadwerkelijke groei hooguit 4 à 5% zal kunnen bedragen. Mocht de economische groei richting de 5% gaan, dan zal dat gevolgen hebben voor de grootschalige urbanisatie (trek van het land naar de grote steden) wat kan zorgen voor verdere toename van sociale onrusten.

“ De Centrale banken van Amerika en Europa zijn hun grip op de markten aan het verliezen. ”

De 3^e economische wereldmacht Japan liet een groeispurt zien van 5,9% in het 1^e kwartaal ten opzichte van vorig jaar. De verklaring hiervoor was de BTW-verhoging van 5 naar 8% in combinatie met het gevoerde zeer risicovolle 'Abenomics' beleid. Het zal voor ons ook geen verrassing zijn dat de 2^e kwartaalcijfers een forse krimp zullen laten zien, waarbij een negatieve groei niet kan worden uitgesloten.

Voor de EU-zone werd een magere 0,4% groei gerealiseerd die voor 50% voor rekening kwam van Duitsland (groei 0,8%). Nederland was het slechte jongetje van de klas met een krimp van 0,6%, na herziening van de eerste CPB cijfers van 1,4% krimp. De officiële verklaring voor deze flinke tegenvaller was met name een zwakke winter.

Wij vinden de groei erg zwak en de samenstelling van de groei vinden wij alleszins duurzaam. Eerst zal de arbeidsmarkt met een werkloosheid van bijna 12% zich moeten herstellen en ook de insolvable banken zullen meer kredieten moeten en kunnen verstrekken voor de broodnodige investeringen en extra consumptie.

Mochten zich op korte termijn economische problemen voordoen, wat wij niet uitsluiten, dan kunnen wij zomaar weer in een recessie belanden met de wetenschap dat de ECB bijna geen instrumenten meer heeft om de economie te stimuleren. De Europese politieke daadkracht is volgens ons ook niet aanwezig om het tij te kunnen keren.

“ Waar het economisch herstel vandaan moet komen, die ons ieder jaar door de politieke en financiële autoriteiten wordt voorgehouden, blijft voor ons dan ook een raadsel. ”

Ook kunnen wij ons niet aan de indruk onttrekken dat de politiek bewust geforceerd de investeringen en de consumptie wil stimuleren, met uitspraken in de trend van 'wij zijn uit de crisis' en 'binnenkort gaat het echt beter'. Hierbij creëren ze voor de beleggers een gevoel van schijnzekerheid over de goede gang van zaken voor de Europese economie. Deze strategie zou wel eens averechts kunnen gaan werken.

Waar het economisch herstel vandaan moet komen, die ons ieder jaar door de politieke en financiële autoriteiten wordt voorgehouden, blijft voor ons dan ook een raadsel. Of zouden de bankanalisten en economen ons hun 'roze bril' willen lenen om de argumenten te kunnen ontdekken waarom wij positief zouden moet zijn voor het te lang verwachte wereldwijde economische herstel.

Tot eind mei lieten de rapporten van het IMF, de OESO en de Wereldbank ons nog geloven dat de positieve vooruitzichten van november 2013 nog steeds van toepassing zouden zijn voor het verwachte economische herstel. Maar daar is recentelijk schoorvoetend verandering in gekomen door aanzienlijke neerwaartse bijstellingen van deze economische cijfers. De navolgende signalen werden door ons waargenomen:

- Het IMF heeft net als 10 jaar geleden gewaarschuwd voor de te hoge huizenprijzen op basis van de langjarige gemiddelden ten opzichte van de gemiddelde huurprijzen en inkomens.
- Het IMF heeft de groeiprognose voor Amerika verlaagd van 2,8% naar 2% met de verwachting dat de langjarige groei hooguit 2% zal bedragen.
- De Wereldbank ziet dit jaar de wereldeconomie minder sterk groeien door tragere groei in de grote landen zoals de VS, Brazilië, China, India en Rusland. De verwachting is verlaagd van 3,2% naar 2,8%
- De arbeidsproductiviteit in de VS excl. landbouw in het 1^e kwartaal met 3,2% is gedaald en de arbeidskosten met 5,7% zijn gestegen.
- De zogenaamde 'zachte' economische cijfers (consumenten- en producentenvertrouwen) zijn nu reeds duidelijk aan het afnemen.

- Het CPB heeft gemeld dat de omvang van de internationale handel in maart met 0,5% is gekrompen.
- De Duitse en de Nederlandse Centrale banken hebben hun economische vooruitzichten voor het 2^e kwartaal neerwaarts bijgesteld.
- De ABN/AMRO hebben hun te positieve economische groeiverwachtingen voor Nederland moeten bijstellen van 1,25% naar slechts 0,5%.
- Vooraanstaande economen slaan alarm over de Europese concurrentiekracht.
- De werkloosheid niet structureel wil dalen en dat bijna 12% voor de EU-zone en met name de jeugdwerkloosheid van soms meer dan 50% erg zorgelijk blijft.
- Het economisch vertrouwen van de Duitse beleggers en analisten is in juni verder gedaald.
- De internationale geopolitieke spanningen steeds verder oplopen.
- ECB baas Draghi zelfs de mening is toegedaan, dat de eurocrisis nog niet voorbij is en dat de komende jaren spannend zullen worden en de Europese politici en bankiers alles uit de kast moeten halen en samenwerken om economisch herstel te verwezenlijken.

Laten wij op basis van onze ervaringen zoals frauduleus en graaigedrag nu juist geen enkel vertrouwen meer hebben in de Europese politiek en de bankiers.

Inflatievooruitzichten

De verwachte (tijdelijke) daling van de wereldwijde inflatie is met name in Europa doorgeslagen in grote 'deflatieangst', die volgens ons door de ECB wordt gebruikt om de euro in waarde te doen dalen ten opzichte van de belangrijkste handelspartners. De ECB zou juist blij moeten zijn met de huidige lage inflatie die juist pensioenzekerheid, stabiele prijzen en economische rust creëren in plaats van over de rug van de spaarders en pensioenfondsen de schulden niet af te lossen. Nee, ze willen de grote schuldenberg mede door het bewust creëren van hogere inflatie laten afnemen, wat recentelijk volmondig door de ECB baas Draghi werd toegegeven. Hoe hoog kan de nood zijn om schulden weg te willen werken met het aanjagen van inflatie?

“ De ervaring heeft ons geleerd dat indien deflatie zich voordoet, met uitzondering van Japan, het meestal van tijdelijke van aard zal zijn. ”

Met name in de Zuid Europese landen als Spanje, Portugal en Griekenland, alsmede in Ierland was de inflatie erg laag door hoofdzakelijk de grote loonoffers die men daar heeft moeten brengen door de grootschalige ingevoerde bezuinigingen. In Noord-Europa viel het met de lage inflatie wel mee. De lage inflatiecijfers heeft de ECB gebruikt om het 'rentewapen' na lang aarzelen en grote druk van de financiële markten uit de kast te halen, om de rente in mei te verlagen van 0,25% naar 0,15% en het invoeren van een zogenaamde negatieve rente van 0,10% voor de banken indien ze hun liquide middelen bij de ECB gaan stallen.

De ervaring heeft ons geleerd dat indien deflatie zich voordoet, met uitzondering van Japan, het meestal van tijdelijke aard zal zijn bij een goed monetair beleid.

Deflatie zou een risico kunnen zijn voor het economisch herstel als het vertrouwen zou afnemen van duurzaam lagere prijzen en lonen. Wij geloven niet in de economische stelling dat de consument zijn bestedingen zal uitstellen omdat de producten over een tijdje goedkoper zullen worden. De consument kan en wil nu niet meer consumeren door de hoge werkloosheid en baanonzekerheid, alsmede het niet willen en kunnen verstrekken van

leningen door de banken in combinatie met de waardedalingen van het particuliere woningbezit.

Wij blijven bij onze verwachting dat deflatieangst onterecht is en sluiten niet uit dat wij reeds het dieptepunt van de inflatiecijfers hebben gezien.

De toekomstige hoge inflatie zal volgens ons de grootste bedreiging worden voor de beleggers, op basis van het navolgende:

- Inflatiestijging Amerika in juni naar 2,1% op jaarbasis met een kerninflatie van 1,9%.
- Stijging van de wereldwijde loonkosten in combinatie met de daling van de arbeidsproductiviteit.
- Hogere belastingdruk op vermogen, consumptie en investeringen.
- De financiële en politieke autoriteiten de verleiding niet kunnen weerstaan om het probleem van de onbetaalbare wereldwijde schuldenberg proberen op te lossen met het bewust creëren van fors hogere inflatie.
- Het extreem lage geld- en kapitaalrentebeleid niet langer houdbaar is.
- Het grootschalig gratis verstrekte geld spoedig weer in de kassen terug zal moeten vloeien van de Centrale Banken, waarbij alleen al de Amerikaanse Centrale Bank zijn balans in omvang zag toenemen van \$ 800 miljard tot \$ 4500 miljard.

Vooruitzichten aandelenmarkten

Na onze analyse van de bedrijfscijfers over het 1^e kwartaal is onze conclusie, dat de ingezette negatieve trend van het 4^e kwartaal 2013 zich verder heeft doorgezet. De omzetten en ook de winstgevendheid lieten over het algemeen een verdere daling zien, wat erop duidt dat de crisis ook voor de grote ondernemingen te lang heeft geduurd en dat de winsten zwaar onder druk kwamen van met name ondernemingen die afhankelijk waren van de opkomende markten door forse valutaverliezen. Erg zorgelijk voor de toekomstige bedrijfsinvesteringen is het feit dat de vrije kasstromen verder zijn afgenomen, waardoor ook grote multinationals gedwongen worden om te desinvesteren en tafelzilver moeten verkopen. Ook de CEO's van de beursgenoteerde ondernemingen bleven bijzonder voorzichtig in hun prognose voor de rest van het jaar en kwamen dan ook niet veel verder dan dat het wederom een uitdagend jaar zal worden.

“ De aandelenmarkten zijn in tegenstelling tot het verleden, niet meer gevoelig voor welke economische tegenvallers dan ook. ”

Indien er op korte termijn geen daadwerkelijk en duurzaam herstel zal plaatsvinden, wat niet onze verwachting is, zijn de aandelenkoersen wereldwijd 30 à 40% te hoog gewaardeerd op basis van de historische waarderingen en onze analyse.

Het is overduidelijk dat de huidige economische ontwikkelingen niet stroken met het feit dat de aandelenbeurzen thans erg hoog gewaardeerd worden. De voor de hand liggende verklaring is dat de extreem lage rente in combinatie met het volop laten draaien van de geldpersen door de Centrale Banken van met name in de VS, Japan, China en Engeland het 'goedkope' geld zijn weg heeft kunnen vinden naar de aandelenmarkten om nog enig rendement te kunnen verkrijgen waarbij de risico's geheel worden genegeerd.

Ook is ons opgevallen dat de aandelenmarkten in tegenstelling tot het verleden niet gevoelig meer zijn voor welke economische tegenvaller dan ook en eveneens worden de toenemende geopolitieke spanningen voor kennisgeving aangenomen.

Zou het dit keer dan toch anders zijn en moeten wij onze analysewerkwijze aanpassen aan de 'nieuwe' marktrealiteit, zoals dit wordt geadviseerd door de door ons geconsulteerde, over het algemeen jonge bankanalisten die nog geen beurskrach hebben meegemaakt. Ze hebben ons niet kunnen overtuigen en wij blijven dan ook vasthouden aan onze beproefde fundamentele risico- en marktanalyse.

Bij onze zoektocht naar de verklaringen waarom niet alleen de aandelenmarkten reageren zoals ze moeten reageren op economische feiten, kwamen wij het grootschalig gebruikte risicobeheer-computerprogramma Aladdin van BlackRock op het spoor.

BlackRock is de grootste belegger met ca. \$ 3200 miljard aan te beleggen vermogen. Indien het programma alleen door BlackRock zou worden gebruikt zal de invloed beperkt kunnen blijven tot enige rimpelingen op goed functionerende markten bij het wijzigen van het beleggingsbeleid door het computerprogramma.

Nee, het grote gevaar en ook de verklaring voor het huidige gedrag van financiële markten is het feit dat het computerprogramma grootschalig en wereldwijd door BlackRock ter beschikking (verkocht) is gesteld aan andere grote wereldwijde actieve vermogensbeheerders, pensioenfondsen en banken.

Volgens een voorzichtige inschatting praten wij dan over ca. 10% van het wereldwijde beheerde vermogen.

De beleggingsbeslissingen worden dus niet meer genomen door handelaren maar door programmeurs ontworpen computergestuurde koop- en verkoopprogramma's zonder tussenkomst van menselijk handelen.

Wij zijn inmiddels bekend met het fenomeen beleggen middels algoritme bij de zogenaamde 'flitshandel' maar hebben ook de gevolgen kunnen waarnemen middels een 'flitskrach' op Wallstreet. De omvang van Aladdin baart ons wel de grootste zorgen en zou inmiddels mede een verklaring kunnen zijn voor de huidige overgewaardeerde financiële markten. De meeste vermogensbeheerders en banken gebruiken allemaal hetzelfde computerprogramma om hun vermogens te beheren en hebben gezamenlijk baat bij hogere koersen, waarbij correcties op dit moment niet wenselijk zijn. Er zal ooit iemand het licht aandoen met alle gevolgen van dien.

Wij moeten er niet aan denken dat er een virus of een softwarefoutje in het systeem kan optreden waardoor de computer zelfstandig grote koop- en/of verkooporders gaat uitvoeren. Ook hebben wij op basis van recente ervaringen van manipulatieschandalen en een FBI-onderzoek bij 'flitshandel' niet de indruk dat grote financiële instellingen de verleiding kunnen weerstaan om zichzelf te verrijken middels zogenaamde 'front-running' voordat Aladdin aandelen, obligaties, valuta's enz. gaat kopen of verkopen.

“ Beleggingsbeslissingen worden niet meer genomen door handelaren maar door computergestuurde koop- en verkoopprogramma's zonder tussenkomst van menselijk handelen. ”

Een verwachting per regio en/of sector voor aandelenmarkten uitspreken heeft volgens ons wederom weinig zin gezien de forse overwaardering van de huidige aandelenkoersen in combinatie met de risicovolle computergestuurde beleggingstechnieken.

Rentevooruitzichten

Korte rente (sturingsinstrument Centrale Banken)

De baas van de ECB Draghi heeft uiteindelijk onder zware druk van de financiële markten, wederom na een jaar in mei besloten het rentewapen nogmaals te gebruiken door de officiële korte rente te verlagen met 0,10% van 0,25% naar 0,15%.

Opmerkelijk was dat de Nederlandse banken na deze verlaging nog geen aanleiding zagen om rentevergoedingen op dagelijks opvraagbare spaarrekeningen te verlagen. De aangekondigde 'strengere' bankenstresstest in november van dit jaar zal hier ongetwijfeld aanleiding voor zijn geweest.

De banken kennende verwachten wij zodra ze ook maar enige zekerheid hebben om te kunnen slagen voor de stresstest ze de rente op de spaarrekeningen zullen gaan verlagen tot beneden de 1%.

Ook heeft de ECB een negatieve rente van 0,10% ingevoerd voor de banken die hun overtollige middelen al jaren veilig stallen bij de ECB om deze banken te motiveren om het geld te gaan uitlenen aan bedrijven en particulieren. Volgens ons gaat dit echt niet gebeuren om het simpele feit dat de banken liever een negatieve rente betalen bij de ECB dan hun insolvable balansen verder te verzwakken door risicovolle leningen te verstrekken middels bedrijfskredieten en hypotheke.

Met uitzondering van Australië (2,5%), Nieuw-Zeeland (2,5%), Hongarije (2,4%) en Zuid-Afrika (5%) zijn de officiële geldmarktrentes door de Centrale Banken wereldwijd verlaagd tot bijna 0% met als doelstelling om de economieën te stimuleren en te behoeden voor een recessie. Mochten de huidige economische groeicijfers hiervan het magere resultaat zijn dan houden wij ons hart vast indien de rente wereldwijd gaat stijgen door het terugdraaien van het gratis beschikbare geld door de Centrale banken.

De spaarders in Nederland kunnen thans nog een rentevergoeding op dagelijks opvraagbaar spaargeld van 1,5% realiseren bij Nederlandse systeembanken in tegenstelling tot spaarders in het buitenland die geen rentevergoeding ontvangen omdat de Nederlandse banken voor ca. € 250 miljard te veel aan particuliere hypotheke hebben verstrekt.

Nederlandse banken zullen de komende jaren sterk afhankelijk blijven van particulier spaargeld omdat ze maar ca. 1 eurocent als buffer hebben aangehouden voor iedere euro die ze aan hypotheekleningen hebben verstrekt en dat de ECB en de Europese toezichthouders dit veel te weinig vinden.

“ Het is dan ook niet moeilijk te voorspellen dat de kapitaalmarktrente alleen nog maar kan stijgen met alle gevolgen van dien. ”

Lange rente (vrije marktmechanisme op basis van inflatiecorrectie)

Nadat de lange rente op de 10 jarige Nederlandse Staatslening eind 2013 was gestegen naar 2,25% is deze inmiddels weer gedaald naar 1,50%. Dit laat duidelijk zien dat de beleggers blind op zoek gaan naar rendement en veiligheid en daarbij de toenemende rente- en debiteurenrisico's geheel negeren en er maar van uitgaan dat de rentebelofte van de Centrale Bankiers, van een hele lage rente over een lange periode, zal uitkomen. Wij zien deze lage rentebelofte juist als een teken van onmacht van deze financiële autoriteiten en kunnen ons niet aan de indruk onttrekken dat er signalen van radeloosheid en nervositeit zijn waar te

nemen doordat de politieke autoriteiten maar op hun handen blijven zitten terwijl de Centrale Bankiers hun 'kruit' inmiddels hebben verschoten.

Dat er ongezonde en gevaarlijke verhoudingen op de kapitaalmarkten aanwezig zijn is duidelijk te zien door het feit dat de 10 jarige Spaanse rente (2,7%) bijna gelijk is dan de Amerikaanse 10 jarige rente (2,6%).

Dat niet alleen de pensioenfondsen maar ook de spaarders door het lage rentebeleid van de Centrale Banken op hun knieën zijn gekregen is overduidelijk en zal de huidige en toekomstige broodnodige consumptieve bestedingen en daardoor de economische groei negatief beïnvloeden. Een geluk bij een ongeluk voor de pensioenfondsen en spaarders is dat de inflatie wereldwijd relatief laag is waardoor de zogenaamde reële rente historisch hoog blijft.

Het is dan ook niet moeilijk te voorspellen dat de kapitaalmarktrente alleen nog maar kan stijgen met alle gevolgen van dien voor de huidige obligatiebeleggers waarbij wij niet uitsluiten dat de 'obligatiecrash' van 1994 met een daling van de obligatiekoersen van 30 à 40% zal worden overtroffen, waarbij ook grootschalige gedwongen afboekingen kunnen voor komen doordat landen en bedrijven niet aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen.

Valutavoorzichten

Het lijkt erop dat in het 1^e halfjaar een wapenstilstand is opgetreden in de valutaoorlog tussen de economische wereldmachten. De onderlinge koersverhoudingen zijn nauwelijks waar te nemen wat erg opmerkelijk genoemd kan worden in de huidige periode van economische onevenwichtigheden. Er is wel een licht dalende trend waar te nemen voor de euro ten opzichte van zijn belangrijkste handelspartners.

Niet alleen Frankrijk maar ook andere Zuid-Europese landen zetten de ECB onder zware druk om nog meer maatregelen te nemen om de euro te laten dalen om hun exportpositie te kunnen verbeteren in plaats van zelf daadwerkelijk hun economie te gaan hervormen. Ook al zou de ECB hiervoor willen zwichten dan zijn de te nemen maatregelen bijna uitgeput en zal Noord-Europa in het bijzonder Duitsland blijven gaan voor een hard valutabeleid.

“ Niet alleen Frankrijk maar ook andere Zuid-Europese landen zetten de ECB onder zware druk om nog meer maatregelen te nemen om de euro te laten dalen. ”

Wij verwachten dat de wapenstilstand tijdelijk zal zijn en op korte termijn de strijd weer in alle hevigheid zal losbarsten omdat men wereldwijd zal proberen om het eigen economisch herstel te realiseren door hun valuta te laten devalueren. In Japan hebben wij gezien dat een daling van ca. 25% van de Japanse yen, dat indien er sprake is van herstel het van tijdelijke aard zal zijn en dat per saldo de economische problemen alleen maar verder zullen verslechteren.

De Amerikanen, met vooralsnog China als 'trouwe' bondgenoot, hebben de beste papieren om de oorlog te gaan winnen om het simpele feit dat er voor de Amerikaanse dollar geen alternatief is omdat ca. 83% van de wereldhandel in Amerikaanse dollars plaatsvindt en ca. 61,5% aan dollars als reservevaluta worden aangehouden.

Dat uiteindelijk de economische kracht en omvang van het betreffende land de waarde van de valuta van dat land zal gaan bepalen is duidelijk. Op korte termijn zal de euro door met

name politieke onmacht en verdeeldheid het onderspit moeten delven tegenover de Amerikaanse dollar en is het alleen nog de vraag hoe lang de Amerikanen de door hun gewenste lage dollar kunnen handhaven.

De huidige situatie is dat er bijna geen renteverskil meer is op een bijna 0% niveau tussen de EU en de VS en dat de economie in de VS met een economische groeiverwachting van 2% het nog steeds beter (minder slecht) doet dan die in de EU.

Het zal daarom niet lang meer duren voordat de Amerikanen moeten overgaan tot een aanzienlijke rentestijging vanaf het huidige nulniveau waardoor de geldstromen richting Amerika zullen gaan met als gevolg een toenemende vraag naar de Amerikaanse dollar. Dat dit gevolgen zal hebben voor de dollarkoers hebben wij recentelijk kunnen constateren door de massale beleggingen in Zuid-Europese Staatsleningen en de aankondiging van de Centrale Bank van Engeland dat ze op korte termijn de rente moeten gaan verhogen.

Vooruitzichten vastgoedbeleggingen

Er is een positieve kentering waar te nemen in de daling van de vastgoedprijzen voor kantoorpanden in Nederland, na vanaf 2008 met ca. 32% te zijn gedaald, is de daling in 2013 beperkt gebleven tot maar 1%.

De verklaring hiervoor is dat grote buitenlandse beleggers met veel goedkoop beschikbaar vermogen koopjes zien in Nederlands vastgoed na de forse daling van de afgelopen jaren en hierbij de leegstand van gemiddeld 17% alsmede de dalende huurinkomsten voor lief nemen.

De tweedeling in de markt wordt steeds duidelijker waar te nemen waarbij vastgoedobjecten op zogenaamde A1 locaties met langdurige huurcontracten verder in waarde zijn gestegen, terwijl de kantoren aan de randen (B locaties) van de grote steden steeds meer verpauperen en rijp zijn voor de sloop, waarbij 30 à 40% wenselijk is.

Over de winkelvastgoedmarkt met uitzondering van de echte A1 locaties kunnen wij kort zijn. Hier verslechtert de situatie alleen maar verder met name in de perifere regio's en is de leegstand structureel aan het worden met een leegstand van soms 25%. Wij zien op korte termijn hierin geen verbetering komen, eerder een verdere verslechtering doordat Nederland de hoogste winkeldichtheid heeft per inwoner in combinatie met de afvlakkende bevolkingsgroei. Een koude sanering door de gemeentes middels zogenaamde 'stadsvernieuwingsprojecten' zal hiervoor de oplossing moeten zijn.

“ Grote buitenlandse beleggers met veel goedkoop beschikbaar vermogen zien koopjes na de forse daling van de afgelopen jaren. ”

Het herstelverhaal van de banken- en makelaarslobby, dat de particuliere woningmarkt zich zou herstellen en de verkochte woningen in aantallen fors zijn gestegen kunnen wij niet delen. Hooguit kan er sprake zijn van een stabilisatie van de prijzen en dan met name in de prijsklasse tot € 250.000,-- op specifieke locaties.

Wel is er door knoei- en graaiwerk en ontoereikend toezicht bij de woningbouwcoöperaties wegens gedwongen verkoop van grote portefeuilles huurwoningen een aantrekkelijk rendement te behalen tegen een matig risico. Helaas zijn deze projecten alleen maar

beschikbaar voor met name grote buitenlandse financiële instellingen die met gratis verkregen geld hierin kunnen beleggen.

Dus nog even geen vastgoedinvesteringen als anti-inflatiebelegging, laat eerst de markt maar even zichzelf saneren.

Alternatieve beleggingen

Energie

Ondanks de geopolitieke spanningen met name in Irak en Oekraïne alsmede de wereldwijde economische krimp bleef de olieprijs redelijk stabiel tussen de \$105 en \$120. Het lijkt erop dat het Opec oliekartel de markten goed in de hand heeft en grote prijsschommelingen heeft kunnen voorkomen om hun eigen olie-inkomsten op een stabiel te hoog niveau te handhaven.

Wel hebben we kunnen waarnemen dat de gasprijzen in met name Amerika door de strenge winter in het 1^e kwartaal even fors waren gestegen. Dit is volgens ons een teken, dat de 'gasmarkt' nog onvoldoende efficiënt functioneert.

Dat de aanhoudende overproductie van olie niet door het verwachte wereldwijde economisch herstel zal verdwijnen is duidelijk en wij verwachten dan ook een dalende olieprijs waarbij door geopolitieke spanningen tijdelijke forse olieprijsstijgingen niet zijn uit te sluiten.

“ Dat de aanhoudende overproductie van olie niet door het verwachte wereldwijde economisch herstel zal verdwijnen is duidelijk. ”

Edelmetaal

Recentelijk is aan aantal handelaren van grote bankinstellingen in staat van beschuldiging gesteld wegens manipulatieschandalen van de goudprijs. Dat een relatief kleine markt gevoelig is voor koersmanipulatie zou een verklaring kunnen zijn dat de goudprijs in 2013 een forse stijging liet zien en een forse daling in het 1^e kwartaal van 2014 en de zilverprijs al dan niet computergestuurd een duidelijke correlatie liet zien met de goudprijs.

Wij hebben te weinig kennis en marktinzicht om de goud- en zilvermarkten goed te kunnen analyseren maar het zou ons niet verbazen indien de onrust op de financiële markten weer zal toeslaan, de stijging van de edelmetalen weer zal worden hervat en de 'goudspecialisten' weer een podium zullen krijgen in de financiële media.

Beleggingsstrategie 2^e helft 2014

Aandelenbeleggingen

Wij kunnen ons niet voorstellen dat de aandelenbeleggers nog steeds bereid zijn om in aandelen te beleggen die volgens onze fundamentele analyse 30 à 40% te hoog zijn gewaardeerd.

Dat de beleggers in hun 'blinde' jacht naar rendement de risico's van aandelenbeleggingen helemaal negeren hebben wij in het verleden vaker gezien, evenals de gevolgen hiervan. Bij een gemiddeld dividendrendement van 2,8% en een rentevergoeding op de spaarrekening van thans ca. 1,5%, moet je wel erg veel moed hebben om voor 1,3% extra rendement in aandelen te gaan beleggen zeker onder de huidige geringe economische groeiverwachtingen. Dit is vragen om problemen.

Conclusie:

Wij blijven negatief voor aandelenbeleggingen in het algemeen op deze te hoge niveaus, ook voor de thans lager gewaardeerde aandelen van de zogenaamde 'opkomende markten' in tegenstelling tot bepaalde bankadviseurs. Wij vinden het nog te vroeg om nu reeds posities hierin te nemen en wachten op verdere dalingen van deze aandelenmarkten.

“

Beleggers negeren in hun 'blinde' jacht naar rendement de risico's van aandelenbeleggingen.

”

Voor de kortetermijnaandelenbeleggers middels Stock-Picking is er enige hoop dat de markten binnenkort beter gaan functioneren aangezien er langzamerhand regelgeving in Amerika en Europa van toepassing is om de grootschalige 'flitshandel' middels computergestuurde aan- en verkoopprogramma's te beperken en deze 'gelegaliseerde' voorkennishandel verder te reguleren.

De beleggers die de Technische Analyse hanteren bij hun beleggingsbeslissingen moeten er rekening mee houden dat recentelijk een wetenschappelijk onderzoek heeft aangetoond dat de TA geen enkele toegevoegde waarde heeft, in tegendeel, de beleggingsopbrengsten werden er zelfs negatief door beïnvloed.

Obligatiebeleggingen

De obligatiebeleggers dienen een afweging te maken tussen het rendement en het risico op forse daling van de obligatiekoersen. Ze moeten een inschatting maken of een vaste rentevergoeding op een 10 jarige Staatslening van 1,6% het risico waard is ten opzichte van een variabele rentevergoeding van 1,5% op een spaarrekening bij een solvabele bank alleen op basis van de toezegging van de Centrale Bankiers van Europa en Amerika dat de rente heel lang heel laag zal blijven. Bij een verschil van nog geen 0,1% lijkt het ons geen moeilijke keuze om geen obligatiecrash mee te maken.

Voor hogere obligatierendementen zal de belegger nog meer risico moeten nemen middels hoge rendementen in de vorm van achtergestelde Covered bonds en/of 'Floaters' van banken met een rentevergoeding van ca. 6,5%, waarbij de zogenaamde 'kleine lettertjes' wel heel belangrijk zijn die in de prospectus staan vermeld.

Ook vastgoedobligaties met name in Duitse winkelcentra worden thans weer in de markt gezet al dan niet met vergunning van de AFM met een 'gegarandeerde' rentevergoeding van 8%.

Conclusie:

Bij een thans nagenoeg gelijke rentevergoeding op spaarrekeningen bij solide systeembanken is het niet verantwoord om hier het risico van forse koersdalingen te nemen door alleen maar te anticiperen op een lagere spaarrentevergoeding van hooguit 0,5%.

De obligatiebelegger die toch bereid is de extra risico's voor lief te nemen om hogere rendementen na te jagen, willen wij adviseren om van te voren een goede risicoanalyse van de betreffende objecten en debiteuren te maken en bijzondere aandacht te schenken aan de handelbaarheid en de voorwaarden van deze 'obligatiebeleggingen' en niet vergeten wat er vrij recentelijk met dit soort 'aantrekkelijke' beleggingen heeft plaatsgevonden.

Vastgoedbeleggingen

Ook de beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben hun beurskoersen fors zien stijgen tot wel 30% boven de werkelijke waarde door de 'blinde' zoektocht naar rendement. De belegger zal ook hier een risicoafweging moeten maken om voor het dividendrendement van gemiddeld 4,5% ten opzichte van een spaarrentevergoeding van 1,5% of het voor 3% onzekere meeropbrengst verantwoord is om indirect vastgoed te kopen dat 30% te duur is.

Conclusie:

Ondanks het relatief hoge dividendrendement adviseren wij negatief voor aankoop van commercieel vastgoed met beursnotering omdat de huidige beurskoersen op basis van de taxatiewaarde soms wel 30% te hoog zijn. Ook de niet beursgenoteerde vastgoedbeleggingen vooralsnog links te laten liggen in het bijzonder de op grote schaal als beleggingsobjecten aangeboden 'recreatiewoningen'.

Depositobeleggingen

De EU-banken 'stresstest' in november zal hopelijk meer duidelijkheid geven omtrent de solvabiliteit van de banken. Wij verwachten dat deze duidelijkheid niet zal worden verkregen en dat ook de spaarder zijn eigen verantwoordelijkheid dient te nemen bij welke bank zijn spaargeld relatief veilig is te stallen, met in het achterhoofd dat reeds in 2016 ook de grote spaarder naast de aandeel- en obligatiehouder moet bloeden als de bank in de problemen gaat komen.

“ Het grootste risico in het huidige financiële systeem is de onbetaalbare wereldwijde schuldenberg in combinatie met de omvangrijke computerhandel. ”

Conclusie:

Ondanks de toegenomen risico's en de bewust gecreëerde te lage rentevergoeding door de Centrale Bankiers van thans ca. 1,5% en eveneens de verwachting dat een spaarrente van 1% of lager niet is uit te sluiten. Deze beleggingscategorie blijft onze voorkeur houden om het simpele feit dat wij de huidige risico's in de andere beleggingscategorieën veel te hoog beoordelen in verhouding tot de te behalen onzekere meeropbrengst. Ons advies blijft dan ook dat de beleggers de huidige 'vermogensinflatie' vooralsnog voor lief moeten nemen en geduld moeten betrachten in afwachting van de beleggingskansen die vroeg of laat voorbij zullen komen op fors lagere koersniveaus.

Onze voorkeur gaat uit naar solide Nederlandse systeembanken en dagelijks opvraagbare spaarrekeningen zonder enige opnamebeperking en onder het motto: het spaardersbelang is nooit het bankbelang, niet in te gaan op het advies van de bankadviseurs om het spaargeld voor langere periode bij de bank vast te zetten tegen een hogere rente.

Risico's en kansen:

Risico's

Het grootste risico in het huidige financiële systeem is de onbetaalbare grote en wereldwijde schuldenberg en de verleiding van de financiële en politieke autoriteiten om de schulden niet af te lossen maar op een andere manier te laten afnemen. Hierbij kan gedacht worden aan het aanjagen van inflatie en grootschalige afboekingen van de schulden.

Met name de door de Europese 'linkse' politiek aangewakkerde vermogensbezitdiscussie, onder het motto van, als de armen niet rijker worden, moeten de rijken maar armer worden, kan gevolgen hebben middels een aanzienlijke toekomstige belastingheffing op vermogen. Alleen door te emigreren uit de EU kan dit worden voorkomen.

Een echt groot marktrisico zien wij in combinatie met de omvangrijke computergestuurde 'flitshandel' en het risicovermogensbeheer (Alladin) waarbij de koop- en verkoopopdrachten zonder tussenkomst van menselijk handelen direct door de computers worden uitgevoerd waardoor de werkelijkheid op de financiële markten voor ons het gevoel geeft van een cruise op de Titanic.

“ De financiële markten geven ons het gevoel van een cruise op de Titanic. ”

Kansen

Echte kansen zien wij nog steeds niet als herbelegging voor de liquide middelen in de andere beleggingscategorieën die een acceptabel risico- en rendementsverhouding kunnen rechtvaardigen.

Mocht enig risico geen bezwaar zijn dan kan worden overwogen een positie te nemen in de *Amerikaanse dollar* en/of de *Engelse pond* ondanks de 0% rentevergoeding.

Op het moment dat de financiële markten weer enigszins 'normaal' zullen functioneren, kan gedacht worden aan short (speculeren op dalende koersen) posities in aandelen, obligaties, vastgoedfondsen en eventueel een long positie (speculeren op een stijgende markt) in *goud* en/of *zilver* is dan te overwegen.

Eindconclusie:

Ondanks het relatief lage rendement op de spaar- en depositobeleggingen bij solide systeem banken blijven wij adviseren te blijven gaan voor vermogensbehoud en de zogenaamde relatief beperkte 'vermogensinflatie' tijdelijk voor lief te nemen en niet de risico's te nemen om een iets hoger rendement te willen realiseren binnen de andere beleggingscategorieën.

Ard Donker
Vermogensadviseur

Drs. ir. Jan Sneekes
Beleggingsstrateeg

Groningen, 1 juli 2014

*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. Voor de juistheid van de genoemde feiten, meningen en verwachtingen kunnen wij echter niet instaan.