



Hoe nu verder ?

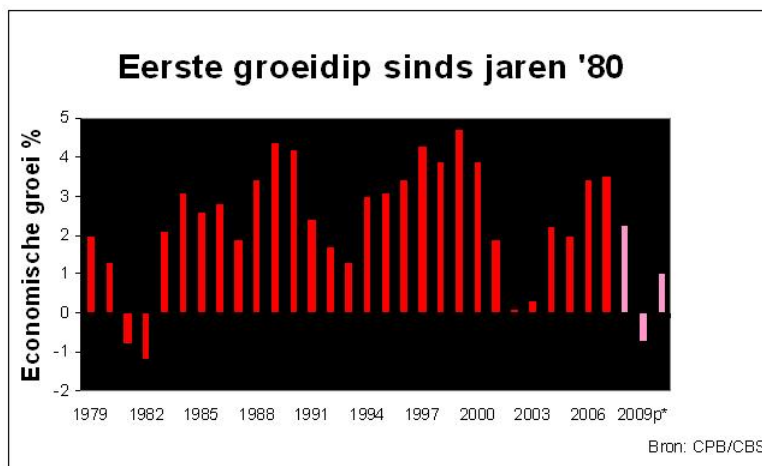
Sinds onze nieuwsbrieven van juni en september jongleden is er helaas wederom veel gebeurd in de financiële sector. Met name de aandelenmarkten daalden weer verder. Vandaar dat wij u door middel van deze nieuwsbrief op de hoogte willen brengen van de laatste ontwikkelingen.

Economische vooruitzichten

De huidige macrocijfers uit de VS, Japan en Europa duiden erop dat de grote economieën in een recessie zitten. In de eerste twee kwartalen van 2008 leek het nog mee te vallen. Keerpunt was het faillissement van Lehman op 15 september. Het vertrouwen tussen banken onderling daalde fors, hetgeen de kredietverlening nagenoeg stil legde.

Dinsdag 9 december werd bekend dat de economie van Japan in het derde kwartaal sterker kromp dan eerder werd aangenomen. Nieuwe gegevens van de Japanse regering wezen op een krimp van 0,5 procent tegen een melding van 0,1 procent in november. De Japanse economie liet in het tweede kwartaal ook al een krimp zien. Daardoor is de op een na grootste economie ter wereld in het afgelopen kwartaal officieel in een recessie beland.

Ook het Centraal Plan Bureau kwam met haar prognose voor de komende twee jaar. Het Planbureau denkt dat de economie volgend jaar krimpt met 0,75%. In de tweede helft van 2009 zou een herstel inzetten dat in 2010 doorzet. Dat jaar zou er 1% groei kunnen zijn. Directeur Coen Teulings van het CPB relateert echter de waarde van deze voorspellingen. "De onzekerheden zijn ongekend en de neerwaartse risico's groot. De verwachting voor de groei van Nederlandse economie loopt snel terug".



In een alternatieve variant is de recessie nog een stuk dieper en loopt door tot in 2010. Dan komt de krimp volgend jaar uit op 2% en is er nulgroei in 2010. Verder neemt de werkloosheid sterk toe. In de hoofdvariant is er een verdubbeling van 300.000 werklozen dit jaar tot 600.000 in 2010. Ging het CPB in september nog uit van een verdere stijging van de inflatie van 2008 op 2009, door de ongekend sterke daling van de olieprijs is die verwachting radicaal bijgesteld. Dit jaar komt de inflatie uit op 2,5% om volgend jaar te dalen tot 1,5%. Omdat de cao-lonen voor volgend jaar al voor een belangrijk deel vastliggen als gevolg van langer lopende loonafspraken, stijgt de koopkracht. Volgens het CPB komt dit voor de gemiddelde burger neer op een stijging van 1,75%. Zo ontstaat de bizarre situatie dat de koopkracht verbetert in een jaar van grote economische tegenslag.

Daarnaast zullen er volgend jaar veel winstwaarschuwingen komen, zullen de huizenprijzen onder druk komen te staan en zal ook de indexatie op pensioenen worden losgelaten. Samen met de oplopende werkloosheid kan dit de binnenlandse consumptie negatief beïnvloeden.



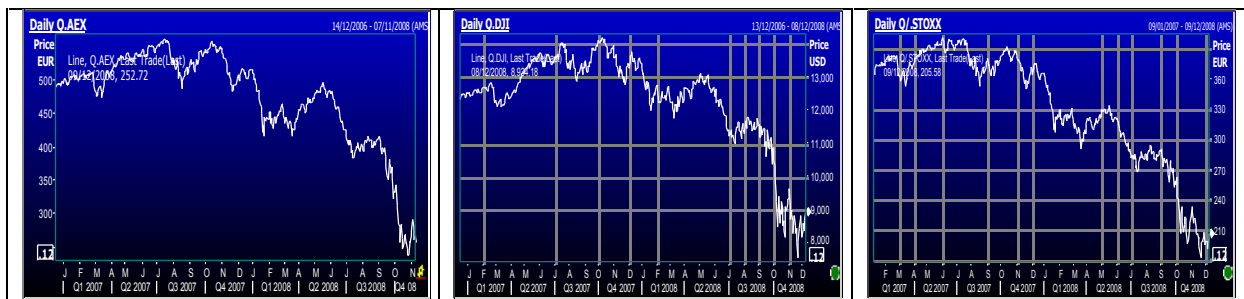
VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer

Uiteindelijk zal een fundamenteel herstel van de wereldeconomie pas optreden als de bodem op de Amerikaanse huizenmarkt is bereikt. De meeste economen gaan er vanuit dat de prijsdalingen tot halverwege 2009 zullen aanhouden. Uit een poll van CNBC blijkt dat de meeste economen uit gaan van zeer zware maar toch een relatief korte recessie in de VS. Voor het vierde kwartaal 2008 wordt een krimp verwacht van 5 %, voor q1 2009 een krimp van 3 %, voor q2 een krimp van 1 % en voor q3 en q4 een gelijkblijvende tot licht stijgende economie. In 2010 zal de economie zich dan verder herstellen.

Rendementen 2008

Voor de belegger is het uiteraard van belang hoe deze economische recessie de beurzen zullen gaan beïnvloeden. Het is te kort door de bocht om te verwachten dat door de huidige en toekomstige economische krimp ook de beurzen verder zullen gaan dalen. Beurzen lopen immers 6 tot 9 maanden vooruit op de economie. De meeste beleggers weten ook al geruime tijd dat de economie zich verslechtert en dat deze verslechtering ook nog steeds groter wordt. Een (groot?) gedeelte zit al verdisconteerd in de huidige koersen. Grote vraag is of alles al verwerkt is in de koersen. Opvallend is ook dat bijna alle beleggingscategorieën hard zijn getroffen. Niet alleen in de VS zijn de koersen hard gedaald. Ook de beurzen in Europa, Azië en emerging markets zijn hard getroffen.

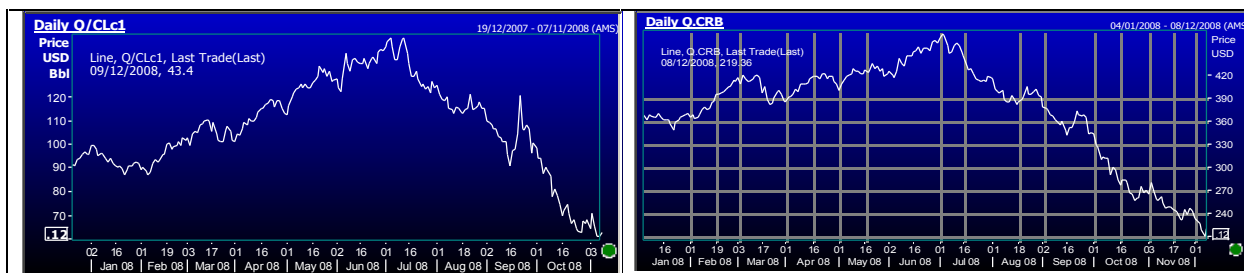


2008 AEX: -/- 52 %

DowJones: -/- 33 %

EU 600: -/- 44 %

Naast aandelen zijn ook de grondstoffen zeer hard gedaald. Vooruitlopend op een economische recessie en hiermee een lagere vraag naar grondstoffen, hebben beleggers op grote schaal afscheid genomen van grondstoffen. Met name de olieprijs is hard gedaald.



2008 Olieprijs in \$: -/- 54 %

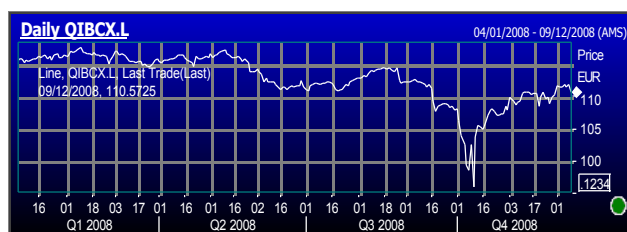
Reuters Commodity Index: -/- 39 %

Zelfs traditionele vluchthavens als obligaties zijn in waarde gedaald. Speciale obligaties waarbij de aflossing of de rente afhankelijk is van de woningmarkt in de VS dan wel van de kredietwaardigheid van verschillende ondernemingen zijn helemaal fors gedaald. In Nederland werden deze leningen vooral door Rabobank en andere financiële instellingen uitgegeven. De meeste zijn meer dan 60 % in koers gedaald. Hieronder ziet u een grafiek van de Lehman obligatie index bedrijven wereldwijd.



VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer



2008 Lehman obligatie index bedrijven: \pm 5 %

Een gespreide portefeuille waarmee wordt belegd in verschillende assets is door de wereldwijde recessie dus ook in waarde gedaald. Alleen staatsobligaties van veilige landen (VS, Duitsland en Nederland) hebben een positief rendement laten zien.

Naast staatsobligaties heeft ook de traditionele spaarrekening een positief rendement opgeleverd. Doordat banken dringend funding nodig hebben, is de spaarrente fors verhoogd. Zolang banken elkaar onderling nog blijven wantrouwen zal de hoge spaarrente nog blijven bestaan. Mocht het vertrouwen langzaam terug komen en de daling van de rente op de kapitaalmarkt ook doorzetten, dan zal hoogstwaarschijnlijk ook de spaarrente naar beneden gaan.

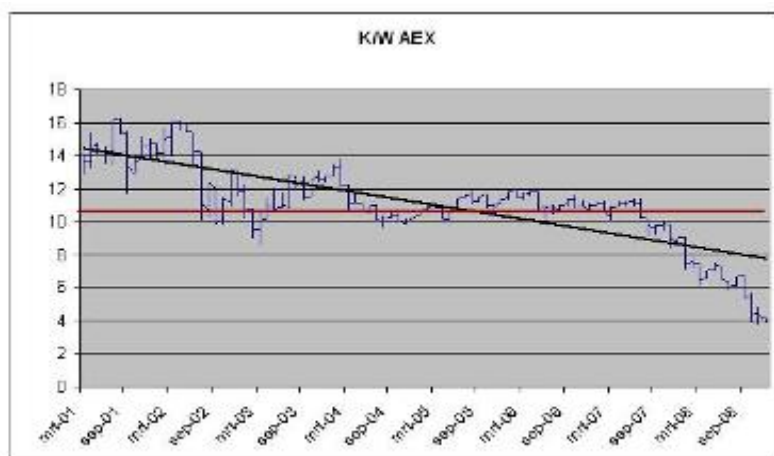
Vooruitzichten voor de beurs

2009 zal waarschijnlijk economisch een bijzonder moeilijk jaar worden. De Amerikaanse economie zal dit en volgend kwartaal waarschijnlijk hard krimpen. Daarna is de verwachting dat het zich zal stabiliseren en dat 2010 wellicht weer een groei zal laten zien. Europa loopt altijd een half jaar achter op de Verenigde Staten. Het is dus waarschijnlijk dat in Europa vooral de eerste twee kwartalen de economie fors zal krimpen. Grote vraag is of de wereldwijde beurzen dit al hebben ingeprijsd. Wij letten hierbij vooral op 4 zaken:

- Waardering
- Onrust
- Fasen van een bearmarket
- Technische analyse

Waardering

Zoals eerder vermeld, zijn de wereldwijde beurzen dit jaar al flink gedaald. Er is dus al veel slecht nieuws ingeprijsd. Het dividendrendement van de AEX bedraagt 4,4 %, waarbij wij veiligheidshalve het dividend van de financials op 0 hebben gezet. Mocht de situatie rondom de financials zich wat verbeteren en het dividend weer naar normale niveaus terugkeren, dan bedraagt het dividendrendement van de AEX circa 6,2 %. Ook uit de koers/winstverhouding van de AEX kunnen wij opmaken dat er al veel slecht nieuws is ingeprijsd.



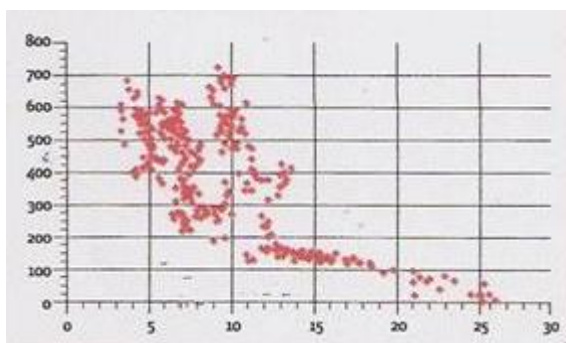
De blauwe lijn is de K/W van de afgelopen 7 jaar. Op dit moment noteert de AEX 7,15 keer de winst 2008. De zwarte lijn is de gemiddelde K/W van de afgelopen 7 jaar. De rode lijn geeft de K/W van de AEX over de afgelopen 25 jaar weer. Dit gemiddelde is 11,5. De huidige waardering van de AEX is dus 38 % lager dan normaal.



VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer

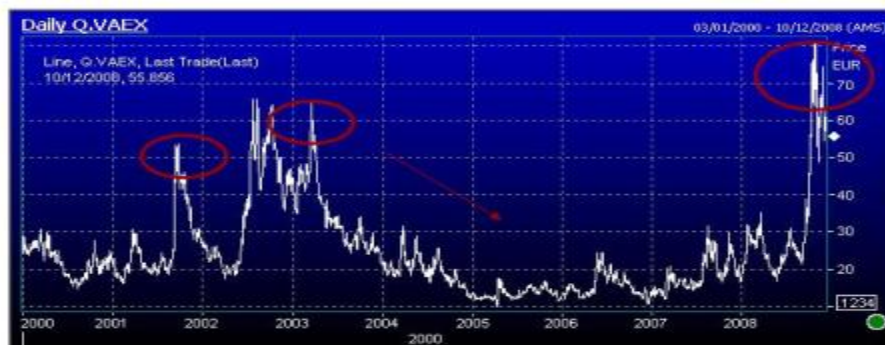
Merrill Lynch heeft berekend dat de winsten in een recessie met 34 % terugvallen. Als we uitgaan van de langjarig gemiddelde koers/winstverhouding van de AEX dan is er op dit moment dus een winstdaling van 38 % ingeprijsd. Daarnaast wijst de geschiedenis uit dat een lage koers/winstverhouding bijna altijd gepaard gaat met mooie rendementen in de daarop volgende jaren. In de grafiek hieronder hebben wij de koers/winstverhouding van de AEX afgezet tegen het rendement van de daaropvolgende 10 beursjaren. De X-as geeft de koers/winstverhouding weer en de Y-as het rendement in procenten.



Het verleden wijst uit dat een K/W van 7 altijd heeft geleid tot een rendement van minimaal 200 % in de daaropvolgende 10 jaar. Het gemiddelde rendement bedraagt circa 450 %, oftewel een gemiddeld jaarlijks rendement van bijna 19 % gedurende 10 jaar. Dat betekent dat op basis van het verleden en de huidige waardering de AEX eind 2018 op 1116 kan staan. Hierbij wordt geen rekening gehouden met het dividend.

Onrust

Naast de waardering van effecten, is ook het sentiment op de beurzen van belang. De grondgedachte is dat veel beleggers kuddedieren zijn. Als de trend negatief is, wordt iedereen negatief en vice versa. Op dit moment is het sentiment zowel bij de aandelen als de obligaties extreem negatief. Uiteindelijk zal dit sentiment weer een keer draaien of op zijn minst weer meer naar een normaal niveau gaan. Logischerwijs leidt dit tot hogere koersen. Wel moeten wij daarbij vermelden dat het haast onmogelijk is deze draai in het sentiment te timen. Een geruststellende gedachte is wellicht wel dat het huidige extreme negatieve sentiment haast nooit een lange periode aanhoudt. In onderstaande grafieken hebben wij de beweeglijkheid (volatiliteit) van de AEX en de koers van de AEX tegen elkaar afgezet. Duidelijk waarneembaar is dat een hoge beweeglijkheid gepaard gaat met lage koersen. Vanaf 2003 tot en met halverwege 2007 nam de onrust af en dus ook de beweeglijkheid. Het lagere risico zorgt ook voor stijgende koersen. Tevens is zichtbaar dat extreme beweeglijkheid zelden lang aanhoudt.





VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer

Een zeer hoge volatiliteit wordt vaak gevolgd door een snelle afname hiervan en stijgende koersen. Niet alleen op de aandelenmarkt is de onrust groot. Bij aandelen kijken wij naar de beweeglijkheid van een aandeel als maatstaf voor de onrust en dus als maatstaf voor het risico. Bij obligaties wordt gekeken naar de risico-opslag. Oftewel hoeveel procent extra eist de belegger voor een bepaalde obligatie bovenop de risicovrije rente.



Opslag van A-leningen



Opslag van zeer defensieve obligaties (AA/AAA)

De afgelopen jaren bedroeg de gemiddelde opslag voor zeer defensieve obligaties circa 0,3 % per jaar. Op dit moment bedraagt de opslag bijna 1,7 % per jaar. Obligaties met een A-rating hebben een gemiddelde opslag bovenop de risicovrije rente van bijna 10 %. Gemiddeld is dit circa 3 %.

Pas als de onrust op zowel de aandelen- als de obligatiemarkt afneemt, kan de markt een duurzaam herstel laten zien.

Fasen van een bearmarket

Op dit moment zitten we in een typische bearmarket. In een echte bearmarket worden alle effecten verkocht. De enige belegging die vaak nog een positief rendement oplevert zijn staatsobligaties. Aan het einde van een bearmarket ontstaat dan ook vaak een nieuwe bubbel; te weten in staatsobligaties. Een dertigjarige Amerikaanse staatslening levert nu slechts een rendement op van 3,1 % per jaar. Net voldoende om de inflatie goed te maken. Een dertigjarige Nederlandse staatslening levert nu een rendement op van 3,8 % per jaar. Na belasting en inflatie blijft er dan niet veel over.

Een bearmarket kenmerkt zich door 3 fasen:

- Ontkenning
- Reiniging
- Capitulatie

De eerste fase is de ontkenningfase. Beleggers en analisten die zich zorgen maken over de toekomst worden meestal nog niet serieus genomen. Deze fase begon halverwege 2007 voor de AEX. De beurs begon fors te dalen, terwijl de bedrijfswinsten nog bleven stijgen. De meeste beleggers (en wij ook) gingen er vanuit dat de subprimecrisis slechts een beperkte invloed zou hebben op de wereldwijde aandelenmarkten. Daarnaast gingen veel beleggers er vanuit dat de economische groei van China en India een eventuele achteruitgang in de VS zou kunnen opvangen.

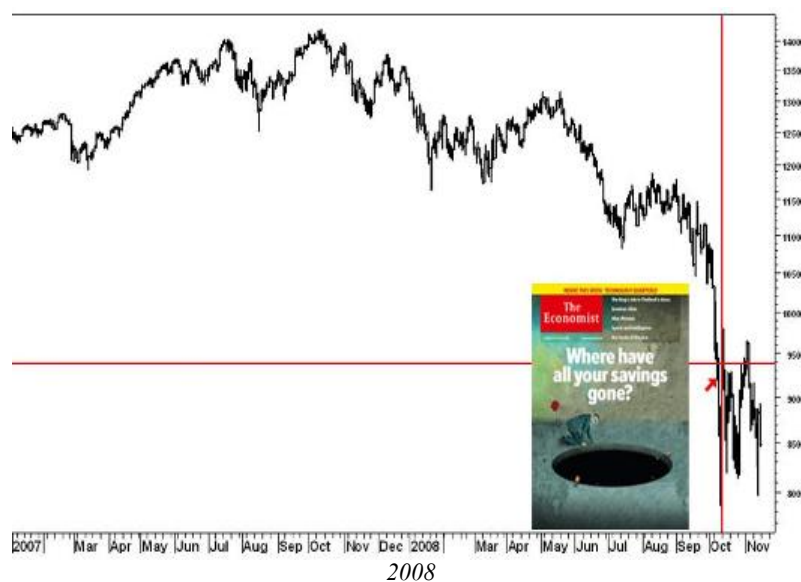


VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer

De tweede fase duurt het langst en wordt gebruikt om de excessen uit het verleden op te ruimen. In dit geval moet dus de zeer grote hoeveelheid leverage in het financiële systeem uit de markt. Dit proces is nu volop bezig. Hedge fondsen en private equity beleggers hebben veelvuldig en op grote schaal met vreemd vermogen belegd om het rendement te verhogen. Op dit moment zijn zij bezig om op grote schaal hun beleggingen te verkopen om zo hun leningen af te lossen. Vanwege het gebrek aan toezicht en informatie is het op dit moment onduidelijk in hoeverre zij klaar zijn met dit proces.

De laatste fase is de capitulatiefase. Hierin verkopen beleggers tegen elke prijs hun effecten om maar uit de markt te zijn. Kenmerkend voor deze fase is dat echt alle hoop is verdwenen en dat de meeste beleggers er vanuit gaan dat het ook nooit meer goed komt. Een goed signaal voor deze fase is wat wij het voorpaginasignaal noemen. Als de kranten en economische tijdschriften openen met horrorverhalen en een zeer negatieve beeldvorming laten zien, dan is dit een teken dat we midden in de capitulatiefase zitten. Het aardige is dat wanneer het voorpaginasignaal zich voordoet er meestal een krachtig herstel aan zit te komen.





VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer

Wij zijn van mening dat wij nu ergens tussen de tweede en derde fase zitten. Hoewel de kranten vol staan met negatieve berichten, zien wij nog niet echt de horrorverhalen die nodig zijn om alle verkopers uit de markt te krijgen.

Technische analyse

Hoewel wij vooral kijken naar de fundamenten van een aandeel/obligatie, beschouwen wij technische analyse als een hulpmiddel. Hoe meer mensen technische analyse gaan gebruiken, hoe hoger de voorspelkracht hiervan.



Sinds halverwege dit jaar zit de grafiek van de AEX in een zogenaamde *falling wedge*. Dit is een dalende driehoek (zie grafiek). Er worden dus lagere toppen en ook lagere bodems neergezet waarbij de daling van de toppen harder gaat dan de daling van de bodems. Recentelijk is de AEX echter uitgebroken. Een uitbraak van een *falling wedge* patroon wordt meestal gevolgd door een 100 % herstel. Dit zou betekenen dat de AEX in de eerste maanden van 2009 kan stijgen naar een niveau van 345 punten.



Op basis van technische analyse gaan wij voorzichtigheidshalve uit van een eerste koersdoel van 300 punten. Dit zijn ook de steunen weerstandniveaus van 2002 en 2003. Geruststellend is dat het steunniveau van circa 230 punten al twee keer is getest maar niet is doorbroken.



VAN LIESHOUT & PARTNERS

Vermogensbeheer

Conclusie

De meeste indicatoren (3 van de 4) duiden erop dat we op dit moment in de buurt van de bodem zitten. Uiteraard is een exact niveau en een exacte datum nooit te bepalen. Voor een echt duurzaam herstel is het nog te vroeg. Hiervoor moet eerst de economie weer langzaam aantrekken. Wij verwachten dat dit eind 2009 dan wel begin 2010 zal gebeuren. Omdat beurzen vooruit lopen op de economische ontwikkelingen, verwachten wij dat de beurs het eerste kwartaal nog niet substantieel zal herstellen. Mocht onze macro-economische verwachting uitkomen, dan kan de beurs in de tweede helft van 2009 een herstel inzetten.