

Capital View

Realisme rendeert

Oktober 2009

IN DIT NUMMER:



ALLES WAT VERANDERT BLIJFT HETZELFDE

In essentie is er na het verschijnen van de vorige Capital View op de financiële markten niets veranderd. Er was nieuws, er was opwinding en er waren mutaties, maar het grote beeld... *Door Kees de Kort*



DE BIJZONDERE MAAND SEPTEMBER

Er zijn vele beurswijsheden, onder meer over de maand september. Bij AFS Capital Management kijken we liever naar de realiteit.... *Door Dave Price*



RENDEMENT OP DE BEWEEGLIJKE FONDSEN

In de afgelopen periode hebben de verschillende aandelenindices hun weg naar boven voortgezet. Zoals u waarschijnlijk weet is AFS Capital Management zeer kritisch ten opzichte van deze ontwikkeling... *Door Jaap Prinsen Geerligts*



REMEMBER BE BACK IN SEPTEMBER...

Vorige maand werd er nog met enige angst gekeken naar de stijging van de aandelenindices van de afgelopen maanden. De zomermaanden waren zonnig voor aandelenbeleggers en de verwachting was... *Door Menno Gubbels*



VOORWOORD

Eén van de uitgangspunten van AFS Capital Management bij het beleggingsbeleid is het behoud van het vermogen. Steeds meer relaties weten wij hiervan te overtuigen en vast te houden aan de doelstelling die men voor ogen heeft met het vermogen.

In september heeft AFS Capital Management, samen met Mercedes Benz Nederland, een presentatie gehouden voor particulieren die eens een andere visie wilden horen dan 'dat het op de langere termijn wel goed komt'. Maar toch verrast de emotie van de markt ons de laatste weken ook. Zijn wij niet te voorzichtig? Ik hoor zelfs mijn collega Kees de Kort enkele positieve opmerkingen plaatsen over de wereldeconomie in zijn columns op BNR (iedere dag om 12.15 uur). Zijn standpunt is duidelijk: als overheden ongelimiteerd geld in de economie pompen, zal dat op den duur wel effect hebben. Maar hoe lang kunnen deze overheden het volhouden en wie gaat de rekening betalen?

Minister Wouter Bos schreef maandag 28 september in een brief aan de Tweede Kamer dat de grootste banken en verzekeraars een crisisscenario als in de jaren dertig zonder staatsteun kunnen overleven. Wel wordt verwacht dat deze instellingen de komende 2 jaar nog € 47 miljard moeten afschrijven. Dit is tweemaal zoveel als de verliezen die tot eind 2008 zijn geleden.

De DNB doet ook een duit in het zakje. Deze toezichthouder rekent met een crisisscenario van twee jaar vanaf 1 januari 2009, waarbij huizenprijzen dalen met 30%, commercieel vastgoed met 40% en de AEX halveert. Tegelijk neemt het nationaal inkomen over de komende twee jaar met 6,3% af en stijgt de werkloosheid naar 9,7%.

Het bovenstaande bevestigt ons idee dat wij terecht voorzichtig zijn en de vermogens van onze relaties niet blootstellen aan onnodige risico's.

RENÉ DE JONG
Directeur Capital Management

DE RADIO-COLUMN VAN
KEES DE KORT "KORT
DOOR DE BOCHT"
IS IEDERE WERKDAG
TE HOREN OP BNR
NIEUWRADIO ROND
12.15 UUR.



COLOFON

UITGAVE AFS CAPITAL MANAGEMENT

TEKSTEN: RENÉ DE JONG, KEES DE KORT,

MENNO GUBBELS, JAAP PRINSEN GEERLIGS,

MICHAEL KAAL, DAVE PRICE.

DRUKWERK / VORMGEVING:

MODDERMANDRUKWERK

OKTOBER 2009





ALLES WAT VERANDERT BLIJFT HETZELFDE

In essentie is er na het verschijnen van de vorige Capital View op de financiële markten niets veranderd. Er was nieuws, er was opwinding en er waren mutaties, maar het grote beeld was en is nog steeds dat de beleggers er een heilig vertrouwen in hebben dat het binnenkort beter gaat. En dat kan omdat er nog steeds extreem selectief naar het beschikbaar komende nieuws wordt gekeken. Slechte berichten en tegenvallers worden als het maar enigszins mogelijk is, genegeerd en meevallertjes tot in het absurde opgeblazen. Het beleggerleven is gereduceerd tot twee regels: 1) beter dan verwacht nieuws betekent kopen en 2) verkopen doe je niet.

Daar hoeft u natuurlijk niet aan mee te doen en ons nadrukkelijke advies is ook om dat niet te doen. Wij blijven er heilig van overtuigd dat op de langere termijn de economische realiteit bepaalt wat er op de financiële markten gebeurt en niet één of andere mysterieuze perceptie ervan. Op kortere termijn hoeft dat zeker niet zo te zijn, maar de afgelopen jaren is meerdere keren bewezen dat de realiteit altijd wint. Denk wat dat betreft alleen maar even aan de internetbubbel en de gebeurtenissen van vorig jaar.

De economische realiteit dus. Het is volkomen duidelijk dat het op dit moment overal in de wereld beter gaat dan een aantal maanden geleden. Maar net zo duidelijk is dat daar maar één factor verantwoordelijk voor is geweest: het overheidsoptreden. Overal in de wereld hebben de regeringen en monetaire autoriteiten groter, omvangrijker en duidelijker dan ooit ingegrepen. De betreffende bedragen, garanties en injecties waren echt uitzonderlijk hoog, met uitzonderlijke begrotingstekorten als gevolg. Maar het herstel is op gang gekomen. Dat in dat proces overheden en monetaire autoriteiten de met afstand belangrijkste spelers op allerlei belangrijke markten zijn geworden, is voor de toekomst een zeer relevante variabele.

Als namelijk gekeken wordt naar de houding van de consumenten en de bedrijven in de afgelopen maanden, is er veel minder reden om ergens positiever over te worden. Die houding is natuurlijk volkomen begrijpelijk als bedacht wordt wat er aan het gebeuren is op de arbeidsmarkten, op de huizenmarkten, met de banken en met het risicobesef. Al deze factoren leiden alleen maar tot een voorzichtiger opstelling, tot iets meer sparen, tot het uitstellen van dingen die niet noodzakelijk zijn etc.etc. Kortom, tot minder groei.

Het langere termijn economieverhaal is nu vrij simpel. Linksom of rechtsom moeten de autoriteiten langzaam maar zeker hun opgebouwde posities afbouwen. De ingezette bedragen zijn te groot om te kunnen blijven doorgaan. Dus gaat het maar om één ding: gaan de consumenten en producenten binnen afzienbare tijd weer meer consumeren en investeren om zo de rol van de overheid over te nemen of gaat dat niet gebeuren? Bij AFS zijn we er tamelijk zeker van dat dit niet gaat gebeuren. Wij willen best even fantaseren over iets meer animo bij de private sector, maar in verschillende belangrijke markten (auto's, staatsleningen en hypotheekleningen) is het belang van de overheid zo groot geworden dat een plusje van de particuliere sector op geen enkele manier opweegt tegen een minnetje van de overheid. En als het op die markten minder goed gaat is dat automatisch slecht nieuws voor de economie.

Bij AFS houden we daarom serieus rekening met een 'double dip'-scenario, dat het binnen afzienbare tijd economisch weer slechter zal gaan. In dergelijke omstandigheden is het ook niet waarschijnlijk dat de resultaten van het bedrijfsleven kunnen verbeteren. Sterker, die resultaten komen dan eerder verder onder druk te staan. Als met die gedachte naar de bestaande beurswaarderingen wordt gekeken, is het de allerhoogste tijd om hoogtevrees te krijgen. U mag altijd blijven leven naar het motto: 'begrijp niet hoe het kan, maar profiteer ervan', wij houden liever vast aan het gezegde: 'if it looks too good to be true, it probably is'. Dat heeft ons de afgelopen jaren geen windeieren gelegd.





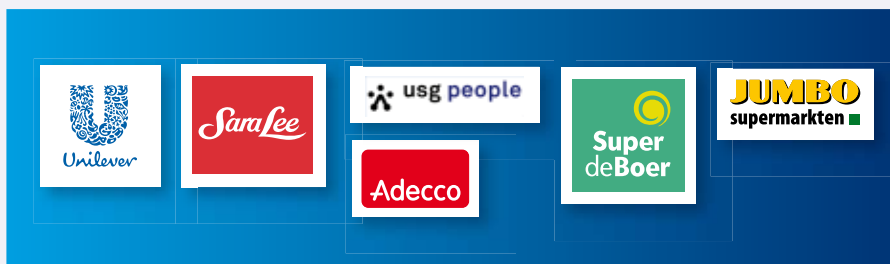
REMEMBER BE BACK IN SEPTEMBER...

Vorige maand werd er nog met enige angst gekeken naar de stijging van de aandelenindices van de afgelopen maanden. De zomermaanden waren zonnig voor aandelenbeleggers en de verwachting was dat deze stijging in september toch wel tegen haar einde zou lopen. Op het Damrak werd echter een nieuw hoogtepunt voor dit beursjaar bereikt want de AEX-index wist boven de 313 punten te komen halverwege de maand. Begon de maand september nog onder de 300 punten, op de laatste handelsdag van september stond de index op 311,35 punten. Dit jaar heeft de beursgraadmeter tot eind september een performance van 26,6% laten zien.

Het beeld van hogere aandelenkoersen was niet alleen waarneembaar in Amsterdam want de DJ EuroStoxx 50 wist ook de hoogste stand van dit jaar in september aan te tikken toen het nipt onder de 2.900 punten sloot. Dit jaar heeft de index met de 50 Europese 'blue chip' aandelen een performance van ruim 17% laten zien. Ook op Wall Street wist de Dow Jones de hoogste stand van dit jaar te laten zien toen het boven de 9.800 punten uitkwam. Dit jaar heeft de Amerikaanse beursgraadmeter een performance van iets meer dan 10% laten zien. Corrigeren we dit met de Euro dan is het rendement 'slechts' 5,44% aangezien de Amerikaanse dollar dit jaar een verzwakking heeft laten zien ten opzichte van de Euro.

Ondertussen beginnen aandelenbeleggers wel steeds meer te twijfelen aan de houdbaarheid van deze stijging want sinds het dieptepunt in maart van dit jaar zijn we bijna 60% gestegen. De angst voor een correctie is aan het toenemen aangezien er ook meer twijfels komen over het economisch herstel. Economische data zijn wisselend en de Centrale Banken zagen nog geen aanleiding om de rente aan te passen.

Beleggers moesten het de afgelopen maand met overnamenieuws doen want dat was het voornaamste bedrijfsnieuws op de beursvloer. Unilever wist te melden dat het de persoonlijke verzorgingslijn en een deel van de wasmiddelen van branchegenoot Sara Lee overneemt. Uitzender USG People stond in de belangstelling nadat een topman van het Franse Adecco een overnamebod op het Nederlandse concern niet uitsloot. Bij de kleinere fondsen werd bekend dat Super de Boer overnameprooi is voor het supermarktconcern Jumbo. Het bod zou € 4,20 luiden waar het aandeel begin september nog rond de € 2,80 noteerde. Ondertussen gaat het gerucht dat er meer kapers op de kust zijn.



We hebben nu het 3e kwartaal van dit jaar afgesloten en de komende maand komen de bedrijfscijfers er weer aan. Zijn de positieve aannames over het economisch herstel wel juist? Hoe zien de kwartaalresultaten er uit en worden er verwachtingen uitgesproken voor het laatste kwartaal? Bij de adviesdesk vragen waar wij nu nog geen antwoord op hebben maar wat de beweging ook is op de markt, wij zien altijd wel mogelijkheden voor uw portefeuille...

MENNO GUBBELS
Adviesdesk

EVEN AAN U

VOORSTELLEN..

Per 1 oktober 2009 is Harry Janssens in dienst getreden bij AFS Capital Management als Accountmanager Vermogensbeheer.

Hij gaat samen met René de Jong in Noord en Oost-Nederland de relatieportefeuille beheren en verder uitbouwen.

Harry Janssens (53 jaar) was hiervoor werkzaam als Private Banker voor MeesPierson en ING Bank in Noord-Nederland.

Hij heeft veel ervaring met beleggen maar ook met advisering van ondernemers rondom bedrijfsoverdracht.



RENDEMENT OP DE BEWEEGLIJKE FONDSEN



In de afgelopen periode hebben de verschillende aandelenindices hun weg naar boven voortgezet. Zoals u waarschijnlijk weet is AFS Capital Management zeer kritisch ten opzichte van deze ontwikkeling. Desondanks zijn er op de korte termijn heel mooie rendementen te behalen voor beleggers die hier op in willen spelen.

Arcelor Mittal Steel is in de afgelopen maanden zeer beweeglijk geweest. Door deze beweeglijkheid van het aandeel, in beleggerjargon volatiliteit, lopen de premies van deze opties op. Men kan immers met een optie op dit aandeel een zeer mooi rendement maken indien het aandeel een heftige beweging maakt. Tegenover dit risico wil de verkoper van de optie, die een verplichting aangaat, dan ook goed beloond worden.

Wij hebben in augustus de onderstaande optieconstructie op het aandeel Mittal Steel opgezet om te kunnen profiteren van deze opgelopen premies.

VERKOOP	MT OKTOBER 23 PUT*	CIRCA 1.15 EURO
VERKOOP	MT OKTOBER 28 CALL*	CIRCA 1.45 EURO
KOOP	MT OKTOBER 32 CALL*	CIRCA 0.60 EURO
ONTVANGST		CIRCA 2.00 EURO

* Bij het aanhouden van de verkochte put en de verkochte call spread wordt er een margin aangehouden.

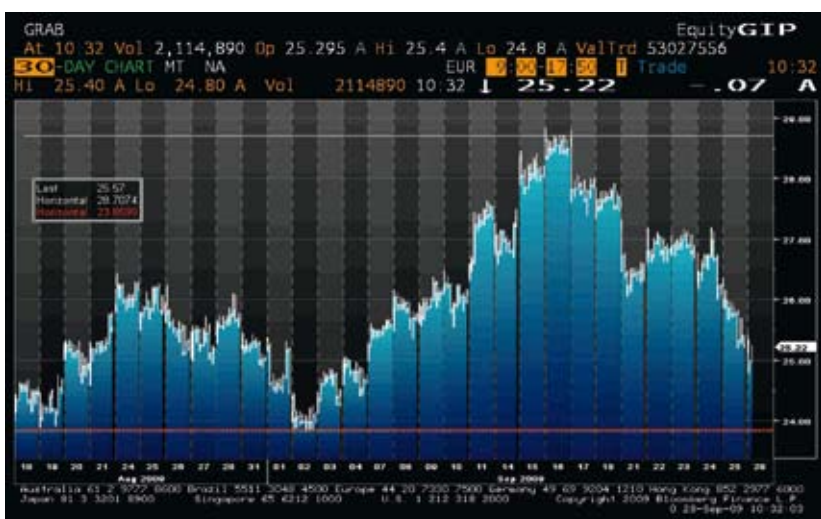
We ontvangen bij aangaan van de constructie een premie van € 2. Indien het aandeel tussen de € 23 en 28 blijft noteren zullen de opties op expiratedatum waardeloos aflopen en hebben we € 2 verdiend.

Indien het fonds onder de € 23 zakt dan is er de mogelijkheid dat we aangewezen worden op onze verplichting om aandelen Arcelor Mittal Steel af te nemen tegen een koers van € 23. We betalen dan gemiddeld € 21 per aandeel (23.00 – 2.00).

Aan de andere kant kunnen we verplicht worden om aandelen te verkopen tegen een koers van € 28. Om dit risico te beperken kopen we de oktober 32 call. Mocht het aandeel Mittal Steel naar € 35 stijgen en we moeten aandelen leveren tegen € 28 dan kunnen we de gekochte call gebruiken om stukken te kopen op € 32. We maken dan een verlies van € 4. Op de hele constructie verliezen we dan € 2 (4 – 2).

In onderstaande figuur kunt u aan het koersverloop van Arcelor Mittal Steel zien dat het aandeel in de afgelopen 30 dagen vrijwel constant tussen de € 23 en 28 heeft genoteerd waardoor de constructie inmiddels al een mooi rendement heeft opgeleverd.

JAAP PRINSEN GEERLIGS, *Adviesdesk*



BELEGGEN, OF...? (DEEL 2)

Op mijn vraag van vorige maand te reageren op de stelling waarom beleggers geïnteresseerd zijn in outperformance ten opzichte van een aandelenmarkt, terwijl met aanzienlijk lager risico een rendement gegenereerd kan worden dat ook tot het realiseren van doelstellingen kan leiden, heb ik helaas nauwelijks tot geen reactie gehad.

En dat is jammer, want wij merken dat het overgrote deel van de vermogensbeheerindustrie haar dienstverlening nog steeds op outperformance aanprijst. Terwijl wij juist van mening zijn dat dit 'achter de markt aanlopen' een totaal verkeerde basis is voor prudent vermogensbeheer. Prudent vermogensbeheer begint volgens ons bij het behoud van vermogen, wat tot stand komt door gedegen risico- en kostenbeheer.

Een logisch gevolg van een dergelijke strategie is wel dat wij als AFS de laatste weken de opgaande beweging op de aandelenmarkt gedeeltelijk hebben gemist, maar daar staat tegenover dat de beleggingsportefeuilles ook minder gevoelig zijn voor neerwaartse bewegingen. Op deze wijze is het mogelijk met significant minder risico voldoende rendement te genereren om op termijn de doelstellingen van cliënten te verwezenlijken.

Mocht u naar aanleiding van dit deel 2 willen reageren zie ik uw reactie gaarne tegemoet op reactie@afscapital.nl.

MICHAEL KAAL

Hoofd vermogensbeheer





DE BIJZONDERE MAAND SEPTEMBER

Er zijn vele beurswijsheden, onder meer over de maand september. Bij AFS Capital Management kijken we liever naar de realiteit.

Aandelenportefeuilles hebben volgens diverse media sinds de dieptepunten van dit jaar een rendement van ongeveer 50% opgeleverd. Year-to-date zijn de cijfers iets minder veelbelovend. Daarom is deze 50% een irrelevant cijfer omdat niemand echt in staat is om te bodemvissen. De MSCI-Europe index year-to-date per eind september staat op een winst van ongeveer 21%. Dit is een meer realistische maatstaf voor de aandelenperformance van 2009. Een goed gespreide portefeuille bestaat uiteraard niet alleen uit aandelen en obligaties. Ook alternatieve beleggingscategorieën horen hierbij en lieten plussen zien de afgelopen maand. Veel hedgefunds en grondstoffenbeleggingen gingen in de plus.

Dit lijkt goed nieuws maar verwacht men nu een herstel uit deze recessie of zijn we er nog niet?

Wellicht wordt er enige duidelijkheid geschept door de obligatiemarkt. Koersen van obligaties stegen namelijk over een breed front in de afgelopen maand. Dit kan op vastrentend gebied een ontwikkeling zijn die voor de volgende interpretaties vatbaar is.

Bedrijfsobligaties hebben een goede maand achter de rug. Dit kwam onder meer door krappere spreads met als gevolg een positief koerseffect voor veel investmentgrade leningen. Dit past bij een economisch herstel want risico-opslagen (spreads) nemen af. Men is dus bereid om risico te nemen tegen afnemende vergoedingen hiervoor.

Kijken we echter naar de rente op staatsobligaties dan zien we momenteel lage rentestanden. Sterker nog, we zien nog steeds dalende rentes. Dit betekent dat de rentemarkt hier terughoudend is over een verder economisch herstel. Deze dalende rente wordt veroorzaakt door de deflationaire en economische omgeving waar we ons in bevinden. Alle elementen die zeker niet passen bij een herstellende economie.

Grote vraag is wie er gelijk gaat krijgen, aandelenbeleggers of obligatiebeleggers. Onder aandelenbeleggers bevinden zich naast lange termijn beleggers ook beleggers met een speculatieve insteek gericht op korte termijn winsten. Obligatiebeleggers daarentegen kijken met een langere termijn focus en een meer economische focus naar de financiële markten. Wij hebben onze keus over het gelijk al gemaakt.

DAVE PRICE
Portfoliomanager

**INDIEN U ONZE NIEUWSBRIEF MAANDELIJKS DIGITAAL WENST TE ONTVANGEN
STUURT U DAN EEN RSVP NAAR INFO@AFSCAPITAL.NL**

*AFS Capital Management BV is geregistreerd als beleggingsonderneming bij de Autoriteit Financiële Markten.
De in deze publicatie gebruikte gegevens zijn afkomstig van door ons betrouwbaar geachte bronnen.
Voor eventuele onjuistheden aanvaarden wij geen aansprakelijkheid.*