

Juli 2010

Capital View

Realisme rendeert



Capital View is een uitgave van: **AFS** Capital Management

Voorwoord

EINDELIJK ZOMER – MAAR OOK OP DE BEURZEN?



Voor u ligt het eerste themanummer van onze kwartaaluitgave Capital View. Het thema deze keer is: 'de knoflooklanden'. Hiermee worden landen rond de Middellandse Zee bedoeld, daar waar er relatief veel knoflook in het eten wordt gebruikt. Dat knoflook gezonde eigenschappen bezit is u waarschijnlijk bekend, dat deze gezonde eigenschappen niet automatisch voor de landen geldt waar knoflook veel wordt gegeten leest u in dit themanummer.

Het zal u niet ontgaan zijn dat deze landen, en dan met name Griekenland, de laatste maanden voor onrust op de financiële markten hebben gezorgd. Er waren zelfs momenten dat aan het voortbestaan van de Europese Unie en de euro werd getwijfeld. Meer hierover vindt u in de bijdragen van o.a. Kees de Kort en onze collega's van portfoliomanagement en beleggingsadvies.

Tevens vindt u in deze uitgave een bijdrage over de fiscale aspecten van het bezit van een tweede woning in het buitenland. Dit artikel is geschreven in samenwerking met mr. Menno H. van der Werf van Deloitte Private Client Services.

Rest mij u veel leesplezier en alvast een fijne vakantie te wensen.

MICHAEL KAAL
Directeur AFS Capital Management



COLOFON

Uitgave: AFS Capital Management

Teksten: Michael Kaal, Kees de Kort,
Jaap Prinsen Geerligts, Gerard Petersen,
Dave Price en Harry Janssens.

Drukwerk / vormgeving:

Modderman Drukwerk

Juli 2010

Inhoud

IN DIT NUMMER O.A.:



EURO JA OF EURO NEE?

4

Naar aanleiding van de problemen in Griekenland en andere Zuid-Europese landen is er twijfel ontstaan over de toekomst van de euro...

Door Kees de Kort

VERANDEREND KLIMAAT VOOR OBLIGATIES

7

Enkele maanden geleden zagen we het hoogtepunt voor de uitgifte van bedrijfsobligaties, maar op dit moment is de primaire markt volledig stilgevallen. Het aantal issues is nihil.... *Door Dave Price*

EEN TWEEDE WONING IN HET BUITELAND

8

Het hebben van een woning in het buitenland komt steeds vaker voor. Het levert veel plezier op, maar de lusten leveren meestal ook lasten op... *Door Harry Janssens*

MOEILIJKE MARKT, LASTIGE VRAGEN

10

Het afgelopen kwartaal hebben we heftige schommelingen op de verschillende Europese markten meegemaakt. De problemen rond de zogenaamde 'knoflooklanden' ... *Door Gerard Petersen & Jaap Prinsen Geerligts*

Column Kees de Kort

EURO JA OF EURO NEE?



Naar aanleiding van de problemen in Griekenland en andere Zuid-Europese landen is er twijfel ontstaan over de toekomst van de euro. Er zijn zelfs mensen die denken dat die problemen zo groot kunnen worden dat ze uiteindelijk kunnen leiden tot het weer uiteenvallen van die euro. Bij AFS zijn we daar een stuk minder somber over. Duidelijk is dat er zaken uit de hand zijn gelopen en dat de monetaire autoriteiten het afgelopen decennium in slaap gesust zijn en onvoldoende voorbereid waren op de andere tijden die zijn aangebroken. Maar wij gaan er toch vanuit dat mensen van fouten leren en als het er op aankomt de dingen doen die noodzakelijk zijn. Dat beleggers onzekerder worden over de toekomst van de euro is te begrijpen, maar nervositeit is altijd een slechte raadgever. Het is op de langere termijn altijd verstandiger rustig te blijven en de plussen en minnen tegen elkaar af te wegen.

Belangrijk in dit verband is om altijd, maar dan ook altijd in gedachten te houden wat de achtergrond van de euro is. De introductie van de euro (en alles wat daarbij hoort) was een volgende en hele grote stap in het al decennia durende proces van Europese samenwerking en eenwording. En hoe daar ook naar gekeken wordt en welke invalshoek u ook kiest, die Europese eenwording is een geweldig succes. Zeker niet alles is even goed afgelopen en er zijn ook onverstandige dingen gedaan, maar die minnen vallen in het niets in vergelijking met alle successen die in het proces van samenwerking en eenwording wel behaald zijn. Denk daarvoor alleen maar aan de werkelijk fenomenale stijging van de welvaart gedurende de afgelopen 50 jaar.

U kunt er rustig van uitgaan dat alles en iedereen die ook maar ergens voor iets Europees' verantwoordelijk is, zich met alle denkbare en nu nog ondenkbare middelen zal verzetten tegen een mogelijk einde van de euro zoals we die nu kennen. Dat zou voor de Europese eenwording namelijk een geweldige stap terug zijn en ook andere verworvenheden en eerdere successen op de tocht kunnen zetten. Voor de goede orde; het is in theorie en ook in de praktijk echt wel mogelijk om eerder gemaakte Europese afspraken aan te passen/terug te draaien, alleen de consequenties daarvan zijn vaak negatief.

Een voorbeeld: stel Griekenland verdwijnt uit de euro en gaat verder met de 'oude' drachme. Die gaat dan vanwege de serieuze Griekse problemen in ieder geval fors in waarde dalen ten opzichte van o.a. de euro. Goed voor het toerisme en de export, maar volkomen desastreus voor het terugbetalen van de uitstaande Griekse buitenlandse schulden en voor de lange rente. Een dikke vette langjarige crisis plus grootschalige verarming in Griekenland zijn dan min of meer gegarandeerd, net zoals forse afboekingen op Griekse leningen bij een serie grote Europese banken. Niet echt een aanlokkelijk perspectief.



“Een dikke vette langjarige crisis plus grootschalige verarming in Griekenland zijn dan min of meer gegarandeerd...”

Terug naar de ontstane euro-twijfel. Alsmar duidelijker is aan het worden dat ongeveer alle landen zich niet gehouden hebben aan de gemaakte afspraken in het Europese stabiliteitspact, de basis van de euro. Dat geldt niet alleen voor Griekenland en Portugal, maar ook Duitsland zelf en Frankrijk zijn creatief met de cijfers omgegaan en tot nu toe ook niet bereid geweest de eerder afgesproken maatregelen te nemen die horen bij overtredingen van de regels. De Grieken zijn hoogstens een stuk creatiever geweest dan de anderen. Net zo duidelijk is geworden dat toezichthouders/controleurs in euroland hun werk niet goed hebben gedaan, om het eens voorzichtig te formuleren. Belangrijk is dus dat er met de euro-afspraken en -plannen in principe niet zoveel

mis is, maar dat primair de slappe naleving ervan voor de huidige problemen heeft gezorgd.

En daar gaat voorlopig geen verandering in komen, want het ziet er niet naar uit dat de verantwoordelijke autoriteiten hun lesje ondertussen al geleerd hebben en bereid zijn om te doen wat er in het kader van de gemaakte afspraken moet gebeuren. Sterker, de afgelopen maanden zijn er allerlei maatregelen genomen (denk aan de steunoperatie voor Griekenland en het kopen van leningen door de ECB) die in essentie stappen in de verkeerde richting zijn. De richting van minder, in plaats van meer vertrouwen. Nog steeds wordt geprobeerd met tijdelijke en relatief pijnloze maatregelen tijd te winnen in de hoop dat de problemen dan minder groot gaan worden.

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



“ Naarmate de problemen en de druk verder toenemen, gaat het grote en lange termijn Europese eenwordingsverhaal een belangrijker rol spelen.”

Bij AFS geloven we daar niet in. De toekomst van de euro wordt dus nu bepaald door twee processen. 1) Wanneer gaan de verantwoordelijke autoriteiten accepteren dat de tijd geen vriend, maar een vijand is en 2) hoe lang gaat het dan nog duren voordat men de afspraken uit het stabiliteitspact gaat nakomen? Daar zijn we bij AFS niet erg optimistisch over ('it will get worse before it gets better'), maar wij geloven wel in het gezegde dat onder druk alles vloeibaar wordt. Naarmate de problemen en de druk verder toenemen, gaat het grote en lange termijn Europese eenwordingsverhaal een belangrijker rol spelen. En daarmee de bereidheid om de consequenties te aanvaarden van de noodzakelijke maatregelen.

Reken de komende tijd maar op meer slecht nieuws, op meer nervositeit en op meer verhalen over die euro. En op de langere termijn is het beeld niet prettiger vanwege de tegenvallende economische vooruitzichten. Het terugbrengen van de ontstane onevenwichtigheden gaat veel geld en onvermijdelijk ook welvaart kosten, maar tegelijkertijd gaat dat proces de euro wel ondersteunen. Euro ja dus.

KEES DE KORT
Macro-econoom

VERANDEREND KLIMAAT VOOR OBLIGATIES



Enkele maanden geleden zagen we het hoogtepunt voor de uitgifte van bedrijfsobligaties, maar op dit moment is de primaire markt volledig stilgevallen. Het aantal issues is nihil. Het aanbod van bedrijfsobligaties is zelfs het laagste sinds jaren. Oorzaken: lage rente, te lage risicovergoeding en vrees voor een vertraging van de economische groei zorgen voor minder belangstelling van beleggers. Overigens betekent de enorme emissiegolf van vorig jaar natuurlijk ook dat veel bedrijven weer gefinancierd zijn voor de komende perioden.



Collega Kees de Kort heeft veelvuldig de stimuleringsmaatregelen van overheden besproken. In zijn BNR-radiocolumns maar ook in de Capital View. Al die maatregelen zien er ongetwijfeld aardig uit maar de resultaten ervan zijn relatief beperkt en de kosten ervan lopen hoog op. Aldus Kees de Kort. Een goed en recent voorbeeld daarvan is te zien op de Amerikaanse woningmarkt. Afgelopen voorjaar, na het aflopen van allerlei subsidie-regelingen, is de verkoop van woningen weer volledig ingestort. Alles wijst er dus op dat de particuliere sector (consumenten en bedrijven) het niet op eigen kracht redden. Kortom, de groei trekt nauwelijks aan en het vertrouwen herstelt niet. Nu ook de overheden nog eens gaan bezuinigen, lijkt het onwaarschijnlijk dat er binnen afzienbare tijd sprake kan zijn van stijgende prijzen, ofwel inflatie.

“Deze maatregelen zien er misschien aardig uit maar zodra deze stoppen moeten de positieve gevolgen met een vergrootglas gezocht worden...”

Dus wat zijn de kansen voor vastrentende beleggers? Wat betreft rente betekent dit volgens ons, dat deze voorlopig laag blijft. Een tienjarige Duitse staatslening rendeert momenteel 2,56%. Dit is ongeveer gelijk aan de reële rente. Zoals gezegd zijn er weinig nieuwe uitgiften voor bedrijfsobligaties en ook hier zijn de rentes extreem laag. Volkswagen kwam bijvoorbeeld met een lening voor drie jaar en een rente van 2,375%. Voor echt hogere rendementen moeten we op zoek in het zogenaamde high yield segment, dit zijn wel leningen met veel risico's.

Het gevaar is er dus om in deze tijd op zoek te gaan naar hogere rendementen waardoor een belegger dus al snel in de high yield markt belandt. Wij denken echter dat risico's niet onderschat moeten worden. Bij het verslechteren van de markten, is de kans aanwezig dat de klappen met name in deze hoek gaan vallen. Kansen zijn er zeker, maar de risico- en rendementsafwegingen moeten nu meer dan ooit in de juiste verhouding zijn.

DAVE PRICE
Portfoliomanager



Column Harry Janssens



EEN TWEEDE WONING IN HET BUITENLAND

Het hebben van een woning in het buitenland komt steeds vaker voor. Het levert veel plezier op, maar de lusten leveren meestal ook lasten op. Voorafgaand aan de koop van een woning moet u veel regelen en u goed laten informeren over de geldende regelingen ter plaatse.

De aandacht in dit artikel zal voornamelijk uitgaan naar Spanje, Portugal en Italië. Op hoofdlijnen geldt het onderstaande ook voor andere landen.

Waar moet bij aankoop van een woning in het buitenland onder andere op worden gelet?

- [Hoe zijn de eigendomsrechten geregeld in het betreffende land?](#)
- [Kunt u daar een financiering krijgen voor het huis en de bijbehorende grond?](#)
- [Hoe is het belastingregime over deze woning geregeld?](#)
- [Welk recht geldt bij overlijden van de eigenaar? Het plaatselijke recht of het Nederlandse recht?](#)

Op hoofdlijnen zijn deze vragen als volgt te beantwoorden.

Aangezien het eigendomsrecht en de overdracht daarvan per land verschillend geregeld zijn, en soms ook erg onduidelijk, is het raadzaam altijd een erkende makelaar en/of advocaat in te schakelen (voor Portugal is dat bijvoorbeeld een INCI-makelaar). Schakel ook altijd een betrouwbare notaris in om de eigendomsoverdracht te regelen.

In de meeste van de genoemde landen is het voor een buitenlander lastig een financiering te krijgen. Daarom bent u voor het financieren van de woning meestal aangewezen op een hypothecaire lening op uw Nederlandse huis.

De buitenlandse woning valt in de Nederlandse aangifte inkomstenbelasting in box 3. Daar wordt het saldo van de waarde van de woning minus de daarop betrekking hebbende schuld belast tegen effectief 1,2%. Omdat het land waar de woning ligt doorgaans ook over (de inkomsten uit) de woning wil heffen, vindt dubbele belastingheffing plaats. In dat geval treedt, indien aanwezig, het belastingverdrag tussen Nederland en het desbetreffende land in werking. Vaak is de belastingheffing over de woning toegewezen aan het land waar het huis ligt. Nederland zal daarom een voorkoming van dubbele belastingheffing moeten verlenen. Dit leidt ertoe dat Nederland een vermindering van de verschuldigde inkomstenbelasting verleent, voor zover deze betrekking heeft op de buitenlandse woning. Let wel, eventueel betaalde financieringsrente is in Nederland niet



afteikbaar. De lokale belastingheffing verschilt per land en soms zelfs per district (zoals in Spanje).

Naast de jaarlijkse belastingheffing over de woning en de eenmalige belasting bij aankoop (overdrachtsbelasting en eventueel registratierecht), moet bij verkoop van de woning ook over de behaalde netto-winst belasting worden betaald. Deze vermogenswinstbelasting verschilt per land en ligt tussen de 18% - 30%.

Bij het overlijden geldt voor het huis altijd het recht van het land waar het huis ligt. Soms kan een testament daar verandering in brengen. Dat testament moet dan wel opgemaakt zijn in het land waar het huis ligt. Buitenlandse erfbelasting die betrekking heeft op een onroerende zaak zal bijna altijd (geheel of gedeeltelijk) kunnen worden verrekend met de Nederlandse erfbelasting die eveneens verschuldigd is. Op deze verrekening zijn voorwaarden en beperkingen van toepassing. Een voorwaarde is dat de erflater ten tijde van het overlijden in Nederland woonde.

Zoals uit het bovenstaande blijkt, is het raadzaam om u voorafgaand aan de koop van een woning goed te laten informeren door plaatselijke deskundigen. Zij kunnen u bijvoorbeeld ook adviseren over de mogelijkheid om een woning via een vennootschap of stichting aan te kopen en u informeren over mogelijke (fiscale) consequenties indien u de woning gaat verhuren.

HARRY JANSSENS

Senior Accountmanager

I.S.M. MR. MENNO H. VAN DER WERF

Deloitte Private Client Services





MOEILIJKE MARKT, LASTIGE VRAGEN

Het afgelopen kwartaal hebben we heftige schommelingen op de verschillende Europese markten meegemaakt. De problemen rond de zogenaamde 'knoflooklanden' en de individuele acties van met name Duitsland leidden tot veel onrust onder de beleggers. Naast eigen initiatieven werd er ook gezamenlijk een besluit genomen door de Europese beleidsmakers en het IMF. Een bedrag van maar liefst EUR 750 miljard werd beschikbaar gesteld om in de financieringsbehoefte van landen in de Eurozone te kunnen voorzien. De besprekingen van de G20 hebben helaas nog weinig resultaat laten zien.

De Amsterdamse AEX sloot het eerste kwartaal op een stand van 344,22 punten. De bedrijfscijfers over het eerste kwartaal waren, met name in vergelijking met een jaar eerder, niet zo slecht. De index liep in de eerste weken van het tweede kwartaal op naar een huidige jaarlijkse top van ruim 357 punten. Eind april raakte de AEX index echter in een vrije val van 357 punten naar 312 punten. Een verlies van 12,5%! Onder andere de begrotingsproblemen van Griekenland, Portugal en Spanje zetten de markten onder hoge druk wat grote bewegingen veroorzaakte. De AEX index bewoog sinds half mei met name tussen een range van 310 en 340 punten. Op dagbasis wisten aandelenkoersen forse uitslagen te noteren.

In de Zuid-Europese landen verloren vele bedrijven flink aan beurswaarde. De Griekse Athex Index verloor ruim 28%. In Spanje verdween circa 15 procent aan waarde en in Portugal ruim 11%. Daarnaast liepen de 10-jarige rentes van deze landen sterk op. De Griekse rente liep maar liefst 400 basispunten op!

Bij AFS Capital Management krijgen wij vele vragen van cliënten over hoe te anticiperen op de huidige omstandigheden. We zetten een aantal van deze vragen voor u op een rijtje en zullen deze kort toelichten. Voor een uitgebreid antwoord kunt u altijd contact met ons opnemen.

“Wat is de waarde van goud als de angst afneemt?”



Moet ik (een deel van) mijn vermogen in het veilige goud beleggen?

Goud heeft een heftige stijging laten zien op basis van de toenemende problemen. Een nadeel van goud is dat het moeilijk te waarderen is. Wat is de waarde van goud als de angst afneemt? In bijvoorbeeld december 2009 zakte de goudkoers 130 dollar in drie weken. Daarnaast heeft het fysiek aanhouden van goud een prijskaartje. Kiest u voor futures of turbo's dan krijgt u te maken met de zogenaamde 'doorrolkosten'. Tevens ontvangt u op goud geen dividend of rente. Een alternatief is bijvoorbeeld om een mandje van goudgerelateerde aandelenfondsen te kopen.

Is het niet tijd om short te gaan in de Euro?

Ten eerste moet u zich afvragen waarom u in de euro short wenst te gaan. Indien u al uw inkomsten in euro's ontvangt en ook uw uitgaven in euro's zijn, wat is volgens u dan de toegevoegde waarde?

Ten tweede, short in de euro ten opzichte van welke andere valuta. Vele beleggers opteren voor de USD, maar heeft deze munt zelf niet genoeg problemen? Kijk eens naar de vele andere alternatieven.

Moet ik nog wel in Europese aandelen beleggen?

De Europese aandelen liggen onder druk op basis van de eerder genoemde schuldenproblematiek. Er zijn binnen Europa genoeg bedrijven die aardige cijfers hebben laten zien en nog steeds een mooi dividendrendement bieden. De huidige beweeglijkheid van de aandelenkoersen biedt juist kansen om via verschillende constructies rendement te maken. Voorzichtigheid blijft zeker geboden.

Wordt u ook in uw beleggingsbeslissingen geconfronteerd met bovenstaande of andere vragen, neemt u dan gerust contact met ons op. AFS Capital Management helpt u graag met een antwoord op lastige vragen.

GERARD PETERSEN

Senior Accountmanager

JAAP PRINSEN GEERLIGS

Adviesdesk





INDIEN U ONZE NIEUWSBRIEF MAANDELIJKS DIGITAAL WENST TE ONTVANGEN
STUURT U DAN EEN RSVP NAAR [INFO@AFSCAPITAL.NL](mailto: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.