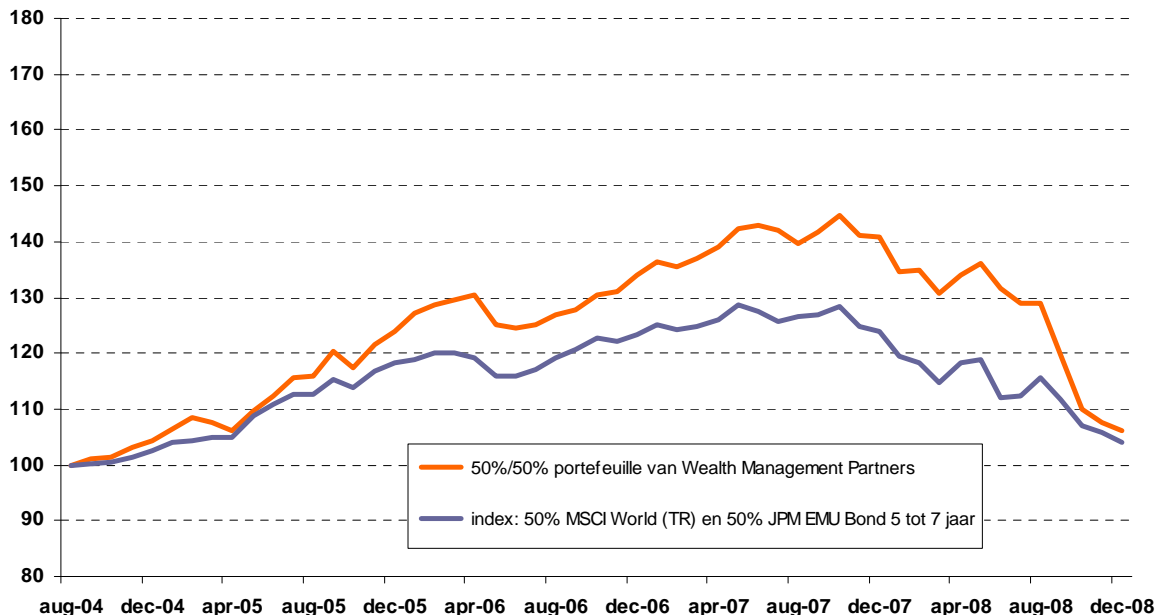


- 1 - Van bankencrisis naar diepe crisis
- 2 - Markten bieden ook nieuwe mogelijkheden

Wealth Management Partners voorziet haar vermogende relaties van gedegen en onafhankelijk advies op het gebied van vermogensbeheer. De onderneming is medio 2004 opgericht en beheert en regisseert ultimo december 2008 circa € 850 miljoen. Wij beoordelen en selecteren beleggingsfondsen en -producten van derden. Wealth Management Partners heeft geen huisfondsen, zodat ook nooit sprake kan zijn van gedwongen winkelen, **puur : onafhankelijk**.

### Het trackrecord van Wealth Management Partners sinds oprichting:

Onderstaand treft u het door ons gerealiseerde netto rendement aan (t/m 31 december 2008) van een portefeuille met een middelenverdeling van 50% zakelijke waarden en 50% risicomijdende beleggingen.



### Van bankencrisis naar diepe crisis

Door Peter van Doesburg, macro-econoom

#### Bankencrisis verergert door faillissement Lehman Brothers

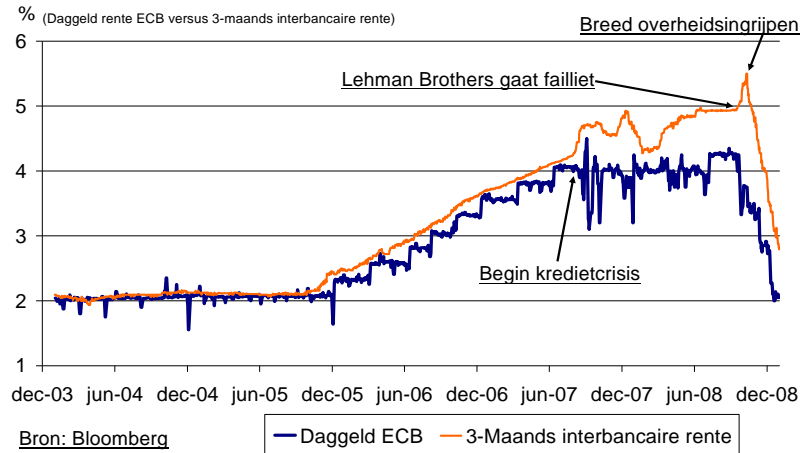
De naweeën van het faillissement van de Amerikaanse investment bank Lehman Brothers bleken veel groter dan de Amerikaanse autoriteiten vooraf hadden ingeschat. Lehman Brothers werd- in tegenstelling tot Fannie Mae en Freddie Mac- niet gered door de Amerikaanse overheid. Dat laatste was een misrekening. Over de gehele wereld werden grote verliezen gemeld ten gevolge van het failliete Lehman Brothers. Maar erger was dat banken elkaar totaal niet meer vertrouwden en abrupt stopten met het aan elkaar uitlenen van geld. Banken werden bevreesd dat hun tegenpartijen mogelijk ook failliet zouden gaan en dat legde het internationale bankenverkeer volledig lam. Dit wordt geïllustreerd in de grafiek op de volgende pagina. Deze grafiek geeft de rente weer die de Europese Centrale Bank rekent aan banken tezamen met de driemaands interbancaire rente. Normaal gezien is er slechts een gering verschil tussen beiden, maar sinds het begin van de kredietcrisis medio 2007 is de relatie ontspoord. Het verschil tussen het ECB-daggeld en de 3-maands interbancaire rente geeft feitelijk de risicopremie weer die banken elkaar toerekenen voor het mogelijk in gebreke blijven van verplichtingen.

Dit verschil -dat het onderlinge wantrouwen van banken weergeeft- bereikte na het

Faillissement van Lehman was aanleiding tot aandelenrash in het vierde kwartaal

faillissement van Lehman Brothers een dieptepunt en bedroeg meer dan 200 basispunten (2%) begin oktober.

*Faillissement Lehman Brothers vergrootte wantrouwen banken*



Sinds de Westerse overheden het signaal hebben afgegeven dat ze het bancaire systeem overeind zullen houden, komt de interbancaire rente de afgelopen weken weer wat terug in de buurt van de ECB-rente.

#### **Van bankencrisis naar economische crisis**

De stress in het bankensysteem, laat diepe sporen na in de reële economie. Het consumenten- en producentenvertrouwen bevindt zich wereldwijd op een dieptepunt. In nog geen drie maanden tijd is de situatie omgeslagen van matige groei tot een abrupte stilstand van de wereldwijde industriële activiteit. Nooit eerder werd zo'n brede wereldwijde omslag geconstateerd.

Het uitzonderlijk sterk inzakken van de wereldeconomie is een afwijking van ons eerdere scenario. Wij gingen er tot een kwartaal geleden vanuit dat met name de Westerse economieën een langjarige lage groei zouden kennen. Paradoxaal wellicht, maar door de sterke terugval zijn wij enigszins optimistischer geworden over de lengte van de economische neergang. Het zelfreinigende vermogen van de economie zal nu veel sneller zijn werk doen, waarbij het economische herstel mogelijk eerder komt.

Het blijft echter belangrijk om bij dit voorzichtige optimisme kanttekeningen te plaatsen. Dit is ons inziens geen 'normale' economische recessie en er moet nog steeds rekening worden gehouden met langdurige zwakte. In voornamelijk de Angelsaksische landen (de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk) zullen de consumentenbestedingen langjarig onder druk staan door de noodzaak tot sparen.

Consumenten in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk hebben relatief hoge schulden opgebouwd en te weinig gespaard in de afgelopen decennia. De spaarquote (het percentage van het inkomen dat jaarlijks wordt gespaard) is in beide landen naar nul gedaald. "Deleveraging" en een toename van de besparingen zullen de consumentenbestedingen de komende jaren sterk drukken.

In de Eurozone is de situatie van de consument gunstiger. Hoewel er regionale verschillen zijn, is de spaarquote aanmerkelijk hoger dan in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Ondanks dat wij verwachten dat ook de consument in de Eurozone terughoudend zal zijn, is het huishoudboekje aanmerkelijk beter gepositioneerd voor een herstel. Deze verwachtingen worden gedeeld door het onafhankelijke economische bureau Capital Economics.

Ofschoon een verbetering van de economische groei in 2010 wordt verwacht, zal het

De reële economie verslechtert thans in ongekend tempo

De consument in de Eurozone staat er relatief nog het beste voor

Centrale banken en overheden reageren sneller dan gedurende vorige recessies

herstel niet volledig worden ingezet. Daarvoor is de huidige economische crisis te ernstig. Wel is de relatief snelle reactie van overheden en centrale banken positief. Centrale banken hebben wereldwijd relatief snel en ingrijpend geanticipeerd op de snel verslechterende economie met renteverlagingen die niet eerder zijn vertoond. Daarnaast hebben ook overheden snel gehandeld. Overheidsreacties op naderend onheil hebben in het verleden vaak negatief uitgepakt. Dat kwam omdat overheidsmaatregelen vaak met een grote vertraging werden ingevoerd door een stroperig besluitvormingsproces. Vaak was de economie al aangetrokken voordat de maatregelen effect hadden. Hierdoor kwam het voor dat overheidsmaatregelen alleen maar contracyclisch werkten. Wij schatten in dat de huidige overheidsmaatregelen in het algemeen sneller worden ingevoerd dan gedurende eerdere recessies. Er is sprake van een brede erkenning van het naderende economische ontij in 2009 en alle regeringen -inclusief die van de tot voor kort sterk groeiende opkomende markten- zijn de ontkenningfase voorbij.

Wel blijft de politiek een onzekere factor in de mate waarin de mogelijkheid blijft bestaan dat slecht presterende bedrijven kunstmatig van de ondergang worden gered door overheidsingrijpen. Het overheidsingrijpen bij banken was essentieel voor de economie, maar het verlenen van staatssteun aan bijvoorbeeld autobedrijven vanuit een protectionistisch oogpunt is onwenselijk.

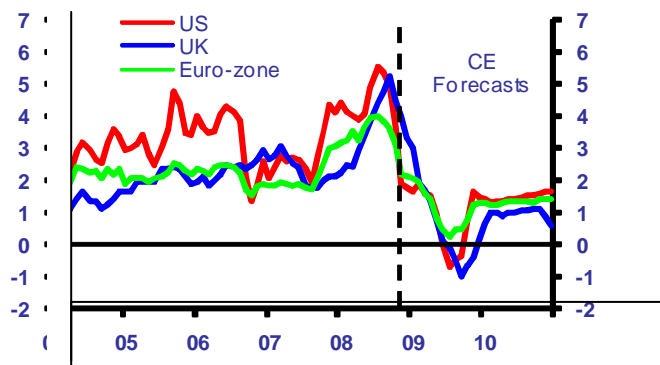
**Radicale omslag in inflatiebeeld**

Met dezelfde snelheid als waarmee de economie verslechtert, is ook het inflatiebeeld radicaal veranderd in de afgelopen maanden. Hoewel wij de afnemende inflatie na de piek van het derde kwartaal hadden voorzien, is nu wellicht zelfs sprake van een deflatie scenario; een regime waarbij consumentenprijzen gaan dalen. Wij verwachten echter dat dit fenomeen zich slechts voor een beperkte periode zal voordoen (circa een jaar). De redenen voor deflatie zijn de zeer sterk dalende grondstofprijzen in combinatie met een verwachte kopersstaking van de consument de komende maanden.

Van inflatie naar deflatie in slechts enkele maanden

Als voorbeeld voor de sterke daling van de grondstoffen geldt de prijs van ruwe olie. De prijs van een vat ruwe olie is thans vanaf de piek medio juli met circa 75% gedaald. Dit heeft een bijzonder drukkend effect op de consumentenprijzen hetgeen nu al tot uiting komt met een daling van de Eurozone inflatie van 4% in juli naar 2,1% in november. De inflatie zal naar verwachting in de Eurozone nog verder dalen richting de nul procent, maar zal in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waarschijnlijk zelfs negatief worden in 2009 door de vraaguitval van consumenten. Om een structureel dalende inflatie te verwachten, zijn continue dalende prijzen van grondstoffen en/of continue dalende consumentenbestedingen vereist. Wij verwachten dit niet. Grondstoffen zijn in zo'n fors tempo gedaald dat het onwaarschijnlijk is dat ze ook in ditzelfde tempo blijven doordalen voor meerdere jaren. Consumentenbestedingen staan in 2009 onder sterke druk, maar de lichte verbetering in 2010 zal waarschijnlijk de inflatie in het westen alweer in de zwarte cijfers brengen.

**Deflatie is plausibel, maar slechts tijdelijk scenario**

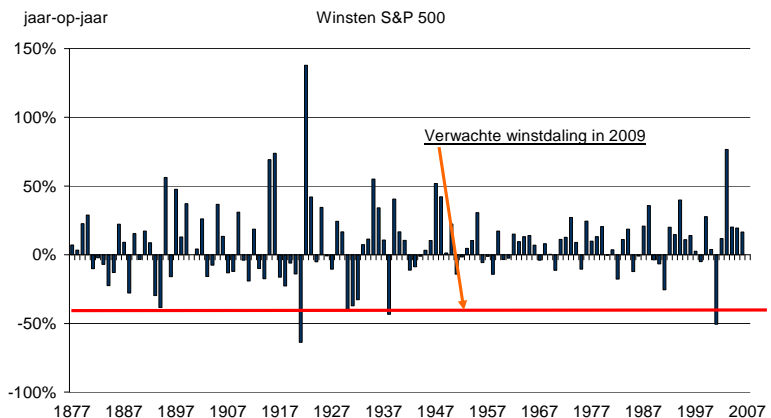


**Bedrijfswinsten dalen met 40% in 2009 in ons scenario**

**Bedrijfswinsten zullen fors dalen in 2009**

Als gevolg van de economische crisis en de uitval van de vraag in diverse sectoren zullen bedrijfswinsten naar onze verwachting fors dalen in 2009. Op basis van de consensus verwachtingen van analisten zullen bedrijfswinsten met circa 20% afnemen. Wij zijn echter van mening dat dit te optimistisch is. Ons scenario is een afname van de bedrijfswinsten met 40%. Dit zal dan overeenkomen met één van de sterkste winstdalingen uit de moderne geschiedenis.

**Historisch forse winstdaling van 40% verwacht in 2009**



Bron: Robert J. Shiller

Bedrijfswinsten zullen vooral dalen door een afname van de vraag, maar ook door een toename van de (her)financieringslasten. Door de bankencrisis zijn banken zeer terughoudend geworden met het verstrekken van krediet aan bedrijven. Hierdoor moeten bedrijven fors hogere rentes betalen voor hun leningen in de toekomst, hetgeen zichtbaar is geworden in de forse stijging van de risico-opslagen van bedrijfsleningen ("creditspreads").



**Oliereuzen bieden het beste perspectief in termen van risico en rendement**

**Markten bieden ook nieuwe mogelijkheden**

**Door Jeroen Bok**

De continue negatieve stroom van economische berichten geeft het gevoel dat er geen licht aan het eind van de tunnel is. Ondanks dat er weinig positieve fundamentele ontwikkelingen worden verwacht voor wat betreft het beleggen in aandelen, zijn de lage waarderingen de belangrijkste factor om niet negatief te zijn. De koerswinst verhouding van de MSCI Worldindex bedraagt thans 9,7x de verwachte consensus winstverwachting van analisten voor 2009 en dat is een historisch lage waardering. Zelfs als de huidige consensus verwachting ten aanzien van de bedrijfswinsten (-20%) in negatieve zin wordt overtroffen door ons basisscenario (-40%), zijn wereldwijde aandelen niet duur. Eén van de sectoren die aantrekkelijk lijkt gepositioneerd, is de energiesector. De vertrouwde oliereuzen bieden het beste perspectief in termen van risico en rendement. In de bijlage van het FD van 13 december jongstleden stond een column van onze macro-econoom Peter van Doesburg. Via onze [website](#) kunt u deze column downloaden.

Financiële markten hebben echter een groot deel van de slechte vooruitzichten reeds verdisconteerd in de prijzen. Dit is niet alleen het geval voor aandelen, maar ook voor enkele andere beleggingscategoriën. Zo zijn ook de risico-opslagen van bedrijfsleningen op dit moment zeer hoog. Dit biedt juist kansen voor bijvoorbeeld bedrijfsobligatiefondsen. Niet alleen zijn de rendementen op bedrijfsleningen hoger, ook een daling van de risico-opslag kan op termijn nog extra rendement opleveren in de vorm van koersstijgingen.

Laat ons toetsen of uw huidige portefeuille de potentie heeft om bij een herstel van de markten te recupereren. Wij geven u graag een onafhankelijke opinie over de samenstelling, risico's en het herstelpotentieel van uw portefeuille.