

krijgen van de sterk gedaalde olieprijs, de afnemende vraag naar grondstoffen en de stagnerende wereldhandel.

SMIT IN HET NAUW

Bij de presentatie van de jaarresultaten werd glashelder waarvoor Berdowski het niet uitgekeerde dividendgeld wil gebruiken. De topman gelooft nog steeds heilig in een strategische overname van Smit en heeft "het gevoel dat de onderhandelingen de goede kant op gaan".

Wel laat hij weten dat hij geen haast heeft en dat is niet verwonderlijk. Als Boskalis voor 15 september dit jaar een openbaar bod doet – dit is wettelijk verplicht als een belang van 30 procent aangetikt wordt – moet het bod ten minste even hoog zijn als het bod van vorig jaar van 62,50 euro. Het lijkt gezien de huidige koers van Smit van 39 euro dus waarschijnlijker dat de topman tot na midden september wacht met een eventueel bod. Een andere optie is dat grootaandeelhouder Berdowski het bestuur van Smit onder druk zal zetten om de meest begeerde activiteiten (terminaldivisie) in handen te krijgen. Aandeelhouders lijken sceptisch over de ambitieuze overnameplannen. Het aandeel verloor bijna 10 procent. ■



de nadruk liggen op het verminderen van de schuld. Echt nodig is dat niet, want de rentedragende schuld bedraagt nog geen 22 procent van het balanstotaal.

Hunter zou de hele portefeuille moet afstoten. Voor het rendement is die niet nodig. Sinds 2001 was het jaarlijks rendement gemiddeld 7,3 procent. De normale bedrijfsactiviteiten scoorden meer dan het dubbele, namelijk 15,4 procent. Bij de huidige koers zou met de opbrengst van het resterende deel 20 procent van de eigen aandelen kunnen worden teruggekocht. Daarna blijft er een bedrijf over met een duidelijke focus en een heel gezonde balans. Vrijwel volledig gecontroleerd door één aandeelhouder die tevens bestuursvoorzitter is, dat dan weer wel... ■

Door Alex Otto

Directeur Beleggingen Delta Lloyd Asset Management

Dalende rente, deflatie en landenspreads

Wie zich met het rentevak bezighoudt, zal drie ontwikkelingen opmerken. Natuurlijk is dat in de eerste plaats de dalende rente: zowel de korte als de lange rente gaat omlaag. Dat is allerminst vreemd. Want hoewel het rentewapen op den duur steeds botter begint te worden, blijft het een belangrijk instrument waarmee overheden en centrale banken economische stagnatie en krimp te lijf gaan. Op dit moment staat de Duitse staatsrente iets boven de 3 procent. Met in het achterhoofd dat we waarschijnlijk een langere periode van economische stagnatie tegemoet gaan, verwacht ik dat die nog wel verder zal dalen naar 2,5 procent.

In de tweede plaats valt op dat we onvermijdelijk terecht zullen komen in een periode van deflatie. Wie naar de huidige olieprijs en de rentestand kijkt, heeft geen kristallen bol nodig om dat vast te stellen. Hoelang die deflatie zal aanhouden, is echter weer een ander verhaal. En ook minder goed voorspelbaar. De meeste modellen, ook die van de ECB, geven aan dat de deflatie van zeer tijdelijke aard zal zijn en dat we aan het eind van dit jaar waarschijnlijk alweer te maken zullen hebben met inflatie.

Ik denk echter dat de deflatie langer zal aanhouden omdat al die modellen geen rekening houden met het versterkende effect van deflatie. Op het moment dat je deflatie krijgt, worden aankopen uitgesteld en gaat de prijs verder dalen. Dat zie je nu al bij huizen, auto's en andere duurzame goederen. Immers, consumenten gaan er dan van uit dat wanneer er vandaag deflatie is die er morgen, overmorgen en volgende week ook nog wel zal zijn. En dus wachten zij gewoon tot de prijzen nog verder dalen. Een gevaarlijke veronderstelling die ertoe kan leiden dat we in een deflatie-spiraal terechtkomen.

De derde trend is de oplopende schuldenlast van veel landen. Overheden zien enerzijds hun inkomsten significant verminderen door teruglopende economische activiteit, terwijl hun uitgaven aan de andere kant aanzienlijk blijven toenemen. Investeren in werkgelegenheid of het overeind houden dan wel nationaliseren van een bank is immers niet goedkoop. Die verzwarende van de schuldenlast heeft een behoorlijke impact op de waarde van staatsobligaties. Was staatspapier voorheen een begrip en maakte het niet uit door welk euroland het uitgegeven was, nu zijn staatsobligaties van EMU-landen minder homogeen.

Hoefde een vastrentende belegger vroeger uitsluitend te kiezen tussen bedrijfsobligaties en staatsobligaties, nu moet hij dus ook opletten uit welk land een effect afkomstig is. Niet elk land heeft immers dezelfde economische problemen of eenzelfde exposure op de crisis. Het ene land heeft meer banken met giftige leningen op de balansen dan het andere en zal dus eerder kapitaal moeten investeren om zijn financiële systeem stabiel te houden. En daarmee zijn schuldenlast verzwaren en zijn obligatie minder aantrekkelijk maken. Daarnaast is de situatie op de huizenmarkt belangrijk en die verschilt sterk per land.

Wij geven momenteel de voorkeur aan Duitse, Finse en Oostenrijkse staatsobligaties en mijden papier uit Nederland, België, Ierland en Spanje. Vastrentende beleggers kregen niet eerder zo expliciet te maken met het uiteenlopen van landenspreads binnen de EMU-zone. Een duidelijke indicatie dat de vrees toeneemt dat sommige landen niet in staat zullen zijn hun schulden af te lossen. Dat is natuurlijk geen goede zaak. Aan de andere kant is het wel een ontwikkeling die het vastrentende vak nog interessanter maakt. ■