INVEST news

NIEUWS, TRENDS EN ANALYSES VAN DE FINANCIËLE MARKTEN

JAARGANG 2 • NR 4 • APRIL 2011
REDACTIE BEËINDIGD OP 15 APRIL 2011

LESSEN VAN FUKUSHIMA
Bedenkingen over de energiebevoorrading

JAPANSE TSUNAMI
Wat is de impact op de Europese aandelen?

TELECOMMUNICATIESECTOR
Aan de vooravond van het dividendseizoen

GRONDSTOFFENMUNTEN
De bodemrijkdom is niet alles

EUROPESE STABILITEITSMECHANISME
De schuldcrisis definitief geregeld?

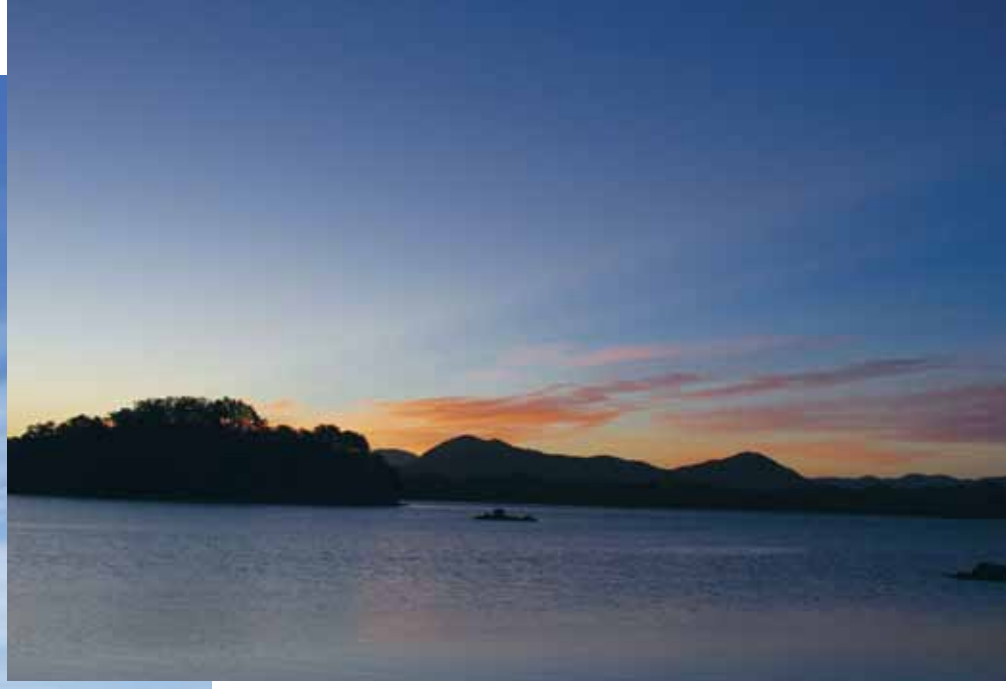
HET AANDELENRISICO
Onder controle, kan de vijand een bondgenoot worden

JAPAN

EN ANDERE SCHOKKEN

Antwoord van de beurzen

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING



INHOUD

03. **EDITORIAAL**
Een hoofdstuk in de geschiedenis

04. **MARKTOVERZICHT**
Antwoord van de beurzen

07. **THEMATISCHE ANALYSE**
Lessen van Fukushima

10. **AANDELENMARKTEN**
Japanse tsunami: wat is de impact?

12. **AANDELENMARKTEN**
Licht op de sector van de telecommunicatie

14. **WISSELMARKTEN**
De grondstoffenmunten

16. **OBLIGATIEMARKTEN**
Van EFSF naar ESM: steeds meer Europa

18. **THEMATISCHE ANALYSE**
Het aandelenrisico

Marketing Communicatie*
Invest News is een publicatie van BNP Paribas Fortis, commerciële benaming van Fortis Bank NV. Fortis Bank NV staat als kredietinstelling naar Belgisch recht onder het prudentieel toezicht van de Nationale Bank van België en de controle inzake beleggers - en consumentenbescherming van de Autoriteit van Financiële Diensten en Markten (FSMA). Fortis Bank NV is ingeschreven als verzekeringsagent onder FSMA nr. 25879 A en treedt op als tussenpersoon van AG Insurance NV.

Verantwoordelijke uitgever:
Francis Peene (1AB8C),
Fortis Bank nv, Warandeberg 3,
1000 Brussel

Eindredactie:
Dominique Gehu
Coördinatie:
Lydie Verleye, Dries Vanvinckenroye
Werkten mee aan deze uitgave:
Carl Jacobs, Bart Jooris, Geert Ruysschaert, Alain Servais, Sandra Vandersmissen, Koen Van de Steene, Stefan Van Geyt, Kristof Wauters.
Concept: sQills
een onderdeel van
Sanoma Magazines Belgium nv
Art Director: Steven Depaemelaere
Grafieken: Bloomberg, FactSet, BNP Paribas Fortis
Foto's: Corbis

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING

*Onderhavig document is een marketing communicatie. Het werd derhalve niet opgesteld in overeenstemming met de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied en is niet onderworpen aan een verbod om al vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen. De informatie vermeld in dit document kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies. Voor aanvullende informatie betreffende de risico's die verbonden zijn aan het financieel instrument uiteengezet in onderhavig document, verwijzen wij u naar de "Informatiebrochure - Financiële Instrumenten" dat ter beschikking is in elk kantoor van BNP Paribas Fortis. Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, wordt de belegger aangeraden na te gaan of de beoogde belegging voor hem geschikt is en dit rekening houdend met zijn beleggingskennis en -ervaring, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële situatie. Indien de belegger dit nodig acht, kan hij een specialist in financieel advies van BNP Paribas Fortis raadplegen.

Een hoofdstuk in de geschiedenis

Sommige steden die gisteren nog volledig onbekend waren, krijgen plots een plaats in de geschiedenis. Tsjernobyl is Fukushima enkele jaren voorafgegaan, maar niemand zal hun naam nog kunnen vergeten.

Plots is al onze aandacht gericht op Japan. Door de omvang van deze ramp gaan onze gedachten uiteraard uit naar de getroffen en nog steeds bedreigde bevolking. Vervolgens is onze reactie als belegger na te denken over de gevolgen op de beurs en hoe we de portefeuilles hierop eventueel moeten aanpassen. Maar deze dramatische gebeurtenissen doen ons ook nadenken over enkele langere termijn aspecten. Eerst en vooral natuurlijk de ecologische aspecten die meespelen op de wereldeconomie, en hoe we daarop kunnen inspelen of meer nog aan kunnen bijdragen. Meer over SRI nog in latere bijdragen.

Maar daarbuiten kent Japan een aantal kenmerken die voor Europa tot nadenken stemmen: een gigantische overheidsschuld en een voorsmaakje van de demografische toekomst. En die demografie heeft wel degelijk een belangrijke invloed op hoe de beurs beweegt (meer dan bv. de economische groei volgens sommigen). De UN verwacht dat de populatie in Europa (zoals nu al in Japan) zal dalen met 13% tussen nu en 2050. Bovendien zal de ratio ouderen tot jongeren met een factor 10 zijn toegenomen tussen 1800 en 2100.

In dit nummer meer over de directe gevolgen op macro-economisch gebied, op aandelenvlak, op rentevlak én op muntenvlak.

Veel leesgenot!

De daling en de vergrijzing van de bevolking veroorzaken nieuwe uitdagingen die een tendens vormen waarmee ongetwijfeld rekening moet gehouden worden op lange termijn.

Stefan Van Geyt,
Director investment services

Fortis Bank NV deelt het volgende mee over de aandelen die in deze publicatie besproken worden:
1. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen is economische eigenaar van 5% of meer van alle klassen van gewone aandelen van deze emittent.
2. De emittent waarover dit rapport gaat, of een van zijn filialen is economische eigenaar van 5% of meer van alle klassen van gewone aandelen van Fortis Bank S.A./N.V.
3. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen is eigenaar van andere aanzienlijke financiële belangen in deze emittent.
4. Gedurende de voorbije 12 maanden is Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen opgetreden als manager of co-manager van een openbare emissie voor deze emittent.
5. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen heeft van deze emittent een vergoeding gekregen voor de investmentbanking - diensten die zij hem de voorbije 12 maanden geleverd hebben.
6. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen verwacht de komende drie maanden van deze emittent een vergoeding te ontvangen voor investmentbankingdiensten of wil deze ontvangen.
7. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen heeft in de voorbije 12 maanden een vergoeding van deze emittent gekregen voor andere producten en diensten dan investmentbankingdiensten.
8. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen is partij in overeenkomst met de emittent in verband met de opstelling van dit onderzoeksrapport.
9. De onderzoeksanalist(en) of een persoon die geholpen heeft bij het opstellen van dit onderzoeksrapport heeft een positie als directe of indirecte eigenaar van financiële instrumenten die door deze emittent uitgegeven zijn.
10. De onderzoeksanalist die tewerkgesteld wordt door of verbonden is aan Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen werkt als kaderlid, bestuurslid of lid van de adviesraad bij deze emittent.
11. Fortis Bank S.A./N.V. of een van haar filialen is een market maker of liquidity provider voor financiële instrumenten die uitgegeven worden door deze emittent.
12. BNP Paribas is economische eigenaar van 5% of meer van alle klassen van gewone aandelen van deze emittent.
13. Gedurende de voorbije 12 maanden is BNP Paribas betrokken geweest bij een obligatie emissie voor deze emittent.

Certificering van de analist
De personen die vermeld staan als auteurs van de teksten waar individuele aandelen worden besproken, bevestigen dat:
1. alle opinies die vermeld zijn in deze teksten een nauwkeurige weergave vormen van de persoonlijke opinie van de auteurs over het onderwerp financiële instrumenten en emittenten; en
2. geen enkel deel van hun bezoldiging rechtstreeks of onrechtstreeks verband hield, houdt of zal houden met de specifieke aanbevelingen of opinies die in deze teksten worden gegeven

Emittent	Disclosure(s)
Alstom	10
LVMH	10
France Telecom	10 + 13
Telefonica	13
Deutsche Telekom	13
KPN	13
Siemens	13

MAARTSE BUIEN, APRILSE GRILLEN

Aan maartse buien en aprilse grillen was er op de financiële markten geen gebrek. De aardbeving in Japan kende een stevige naschok op de beurzen. De oorlog in Libië deed ons uitglijden in een glibberige olievlek. Portugal kwam het lijstje landen vervoegen die hopen dankzij het infuus van Europa en het IMF het hoofd boven water te houden en in Frankfurt verklaarde Trichet de oorlog aan de oprukkende inflatie, wat niet iedereen hem in dank afnam. Onnodig te zeggen dat dit alles heel wat stof deed opwaaien. Maar de gevolgen voor onze strategie bleven relatief beperkt.

GEERT RUYSSCHAERT, SENIOR STRATEGIST

Antwoord van de beurzen

De aardbeving in Japan is nog lang niet verteerd. Naast de menselijke ellende laat ze ook in de economie haar sporen na. Beperkingen in het elektriciteitsgebruik, problemen met de toelevering en schade aan de infrastructuur verstoren de productie in de bedrijven. En daar Japan een groot exporteur is, laat zich dat ook elders in de wereld voelen. Vooral de IT- en autosector ondervinden hinder. Wat zal dit alles aan economische groei kosten? Vaak wordt de vergelijking gemaakt met de aardbeving die begin 1995 de stad Kobe verwoestte. De initiële onderbreking van het economische leven werd daar vrij snel gecompenseerd door de gunstige invloed van de herstelactiviteiten. Het resultaat was dat de ramp in de trimestriële statistieken van 's lands bruto binnenlands product nauwelijks te traceren was. Integendeel, in het kwartaal waarin de ramp plaatsvond, deed de Japanse economie het beter dan voorheen. Wellicht zal dit nu anders liggen. Naast het feit dat de combinatie aardbeving-tsunami beduidend meer schade heeft aangericht, is er ook nog het probleem Fukushima, waar de schade aan de nucleaire installaties nog steeds voor gespannen zenuwen zorgt. Gevreesd wordt dat de Japanse economie in weerwil van de steunmaatregelen van centrale bank en regering toch gedurende een en misschien zelfs twee trimesters zal krimpen. De gevolgen voor de wereldeconomie zouden eerder beperkt blijven.

Een glibberige olievlek

Wat de wereldeconomie o.i. op dit ogenblik meer schade kan berokkenen is de almaar oprukkende olieprijs. Voor sommige economieën is hier de pijngrens in zicht. Hoe hoger onze energiefactuur oploopt, hoe minder we aan andere dingen kunnen uitgeven. Dat hypothekeert de vraag. Bovendien zullen vele bedrijven hun stijgende kosten niet helemaal kunnen doorrekenen aan de klanten. Dat ondermijnt dan weer de winstmarges en rendabiliteit. Kommer en kwel troef dus. We kunnen maar beter hopen dat de olieprijs niet verder opstoomt. Maar valt dat te verwachten? Tot circa 95 USD was de stijging van de prijs per vat grotendeels het gevolg van een fors herstellende economie. Die verhoogde de olieconsumptie vorig jaar met 3,3%, meer dan het dubbele van de normale groei. Als gevolg hiervan overtrof de olieconsumptie in de tweede helft van 2010 de productie. Dat zorgde vanaf augustus voor stijgende prijzen. De voorbije maanden kwam daar de grote facebookrevolutie in het Midden-Oosten bovenop. De legitimiteit van de autoritaire regimes in de regio werd openlijk in vraag gesteld. In Tunesië en Egypte resulteerde dit in regimewissels, in Libië kwam het tot een burgeroorlog en viel de olieproductie met drie vierde terug van 1,6 miljoen naar 400.000 vaten. Het land staat voor ongeveer 2% van de wereldwijde olieproductie. Dat is niet niks, maar wel onvoldoende om de huidige wereldmarkten compleet te ontwrichten. Anders ligt het, wanneer het revolutionaire vuur ook de olie-installaties in Saudi-Arabië zou lamleggen. Niet alleen is Saudi-Arabië de grootste olieproducent en beschikt het over de grootste reserves, het is ook het enige land dat op korte termijn zijn productie met meerdere miljoenen vaten per dag kan verhogen. Onrust in Saudi-Arabië zou de olieprijs naar ongekende hoogten kunnen katapulteren. Koning Abdullah doet alles om de rust in het land af te kopen. Gelet op de hoeveelheid oliedollars waarover hij beschikt, is de kans dat hem dat lukt bijzonder groot.

Een eerste renteverhoging

Begin maart kondigde Trichet in het cryptische ECB-jargon een eerste renteverhoging aan. Ondertussen heeft hij de daad bij het woord gevoegd. Twee jaar lang kon de economie in de eurozone profiteren van een historisch lage basisrente van 1%. Goedkoop geld moest de wonden helen die de crisis van 2008 in het economisch weefsel had gemaakt. Met een eerste renteverhoging van 25 basispunten geeft de Europese centrale bank nu aan stilaan te willen terugkeren naar een normalisering van het renteniveau. Daarmee wil ze de opstomende inflatie een halt toeroepen. Die bedroeg volgens voorlopige cijfers in maart 2,6% op jaarbasis en ligt daarmee een heel stuk boven de maximumgrens van 2% die de heren in Frankfurt gelijkstellen met de door hen betrachte prijsstabiliteit. Voegen we daar meteen aan toe dat tussen 2001 en midden 2007 de ECB een inflatie tolereerde die quasi even hoog lag als nu. Het is dus niet het niveau op zich, als wel de snelle stijging van het inflatiepeil die Trichet ertoe beweegt de geldkraan voor een stukje dicht te draaien. Vanzelfsprekend zal het daarbij niet bij een kwartje blijven. De markt houdt nu al rekening met een rente van 1,75% eind dit jaar. Wat impliceert dat Trichet zeker niet elke maand op de pedaal zal gaan staan. Integendeel, het doel wordt een gezapige verstrakking van het monetair beleid.

Ook Portugal aan het infuus

Dat nu ook Portugal bij Europa en de ECB komt aankloppen voor hulp, kan nauwelijks een verrassing genoemd worden. Het land worstelt al een decennium lang met een veel te lage groei, slaagt er nauwelijks in het gat in zijn begroting dicht te rijden en zit tot overmaat van ramp opgezadeld met een regeringscrisis, nu een vierde besparingsplan niet door het parlement geraakt is. Het goede nieuws is dat de val van Portugal niet meteen de speculatie tegen Spanje, de volgende dominosteen in de rij, heeft vergroot. Integendeel, in tegenstelling tot zijn kleine broertjes (Ierland, Griekenland en Portugal), weet Spanje met zijn besparingsplannen de markten toch te overtuigen. Al voegen we daar meteen aan toe dat ook hier het gevaar niet geweken is.

Gevolgen voor strategie

Het tumult van de voorbije weken heeft tot enkele defensieve aanpassingen van onze strategie geleid. We geloven nog steeds voluit in de groeilanden, en hebben ook aandacht voor de nog steeds aantrekkelijke waarderingen op de westerse aandelenmarkten. Maar de context is opnieuw iets grijzer geworden. Vandaar dat we voorlopig uit tactische overwegingen een eerder neutrale opinie op aandelen hebben en ook meer defensieve thema's bespelen. Vooraan staat daarbij de aandacht voor dividendaandelen. Ook de energieproblematiek trekt onze aandacht. Maar daarvoor verwijzen we graag naar het artikel "Lessen van Fukushima".

ECONOMIE

(Bron: Bloomberg Consensus en IMF)

BBP GROEI (in %)	2009	2010	2011	2012
Eurozone	-4,1	1,8	1,7	1,7
Verenigd Koninkrijk	-5,0	1,6	1,7	2,2
Verenigde Staten	-2,6	2,9	3,0	3,1
Japan	-6,3	4,0	1,4	2,0
Brazilië	-0,6	7,6	4,1	4,5
Rusland	-7,8	4,0	4,4	4,4
India	7,0	8,7	8,6	8,2
China	9,2	10,3	9,5	9,0

INFLATIE (in %)	2009	2010	2011	2012
Eurozone	0,3	1,6	2,2	2,0
Verenigd Koninkrijk	2,2	3,3	4,0	2,2
Verenigde Staten	-0,4	1,6	2,6	2,0
Japan	-1,4	-0,7	0,0	0,3
Brazilië	4,9	5,0	5,5	4,6
Rusland	11,8	6,9	9,1	8,0
India	10,8	12,1	10,3	7,1
China	-0,7	3,3	4,6	3,9

RENTE

(Bron: BNP Paribas Fortis)

RENTEVOORUITZICHTEN (in %)			
3M RENTE	15.04.2011	3m	12m
Eurozone	1,25	1,25	1,50
Verenigd Koninkrijk	0,50	0,75	1,00
Verenigde Staten	0,25	0,25	0,25
Japan	0,10	0,10	0,10
RENTE OP 10 JAAR	15.04.2011	3m	12m
Eurozone	3,42	3,50	3,70
Verenigd Koninkrijk	3,66	3,80	4,20
Verenigde Staten	3,46	3,50	3,95
Japan	1,29	1,30	1,50

GRONDSTOFFEN

(Bron: Bloomberg Consensus)

GRONDSTOFFEN	VOORUITZICHTEN		
	15.04.2011	2011	2012
Olie (Brent)	122,0	100,0	105,0
Goud	1.472	1.500	1.331

Verloop van de pariteit EUR/USD over de laatste 3 jaar

MUNTEN

(Bron: BNP Paribas Fortis)

MUNTVOORUITZICHTEN			
MUNTEN	15.04.2011	3m	12m
USD	1,45	1,40	1,30
GBP	0,88	0,83	0,78
JPY	120,3	123,0	120,0

AANDELEN

(Bron: Bloomberg)

BEURZEN	VERLOOP (in %)		
	op 1 maand	sedert 01.01.11	over 2010
Europa - Euro Stoxx 50	4,6	4,3	-5,8
Europe - Euro Stoxx 600	4,5	3,6	-0,1
België - Bel20	5,0	4,5	2,7
Nederland - AEX	3,1	1,2	5,7
Frankrijk - CAC40	4,8	4,1	-3,3
Duitsland - DAX	7,7	3,6	16,1
Verenigd Kon. - FTSE 100	4,9	1,2	9,0
Zwitserland - SMI	4,5	-0,9	-1,7
Verenigde Staten - S&P500	2,5	4,5	12,8
Japan - Nikkei 225	11,5	-6,2	-3,0
Brazilië - Bovespa	-1,1	-4,4	1,0
Rusland - Micex	5,0	5,8	23,2
India - Sensex	5,0	-5,6	17,4
China - Shangai Composite	5,3	8,6	-14,3

BEURZEN	VERLOOP (in %)		
(EURO STOXX 600)	op 1 maand	sedert 01.01.11	over 2010
Automobiel	6,2	-2,9	44,5
Banken	-0,8	2,4	-11,6
Grondstoffen	5,8	-6,7	26,6
Chemie	10,8	2,5	22,7
Bouw & materialen	6,3	3,3	2,1
Financiële diensten	3,6	0,4	14,6
Voeding & dranken	7,5	-2,3	19,5
Farmacie	4,3	-1,4	6,0
Industrie	5,0	-0,7	33,3
Verzekeringen	4,9	9,8	1,6
Media	1,0	-1,5	13,3
Olie & gas	1,8	2,9	0,5
Gezondheid en gezin	4,0	-5,0	27,3
Detailhandel	5,3	-3,5	10,2
Technologie	3,7	2,9	16,9
Telecom	2,9	3,4	3,0
Reizen & ontspanning	2,6	-7,3	25,2
Sociale dienstverlening	5,2	2,6	-8,9

KERNENERGIE OP HET BEKLAAGDENBANKJE

Lessen van Fukushima

Net nu de nucleaire sector zich opmaakt voor een comeback, zetten de lekkende centrales van Fukushima een domper op de stemming. Tegelijkertijd dwingen ze ons na te denken over onze energievoorziening. Wat brengt ons de toekomst?

GEERT RUYSSCHAERT, SENIOR STRATEGIST

Een overgangstechnologie

Er staan zo'n 443 kernreactoren in de wereld. Samen zijn ze goed voor zo'n 14% van onze elektriciteitsvoorziening. Kernenergie heeft vele voordelen. Vergeleken met andere manieren om elektriciteit op te wekken, is het relatief goedkoop. Het werkt de opwarming van de aarde niet in de hand en het levert de energie precies wanneer we die nodig hebben. Helaas zijn er ook de nadelen. Vandaag is er al zo'n 270.000 ton radioactief afval, en ieder jaar komt daar 10.000 tot 12.000 ton bij. En dan is er de veiligheidskwestie. Zeker, producenten doen zeer grote inspanningen om te zorgen dat er niks met hun installaties gebeurt. Maar zoals het drama in Fukushima aantoont, is het onmogelijk om het risico 100% uit te sluiten. Dat geldt voor alle menselijke activiteit, alleen kunnen

Op 11 april ll. heeft het Japanse Agentschap voor nucleaire veiligheid de ernst van de kernramp in Fukushia op het maximum niveau van 7 gebracht, wat betekent dat er aanzienlijke risico's zijn voor de volksgezondheid en het milieu.

ongelukken bij de productie van kernenergie enorme gevolgen hebben. Zeker sinds Tsjernobyl hoeft niemand daar nog van overtuigd te worden. Vooral daarom ging men de voorbije kwarteeuw kernenergie in toenemende mate als een overgangstechnologie beschouwen. We gebruiken het, net zolang er geen betere alternatieven voorhanden zijn. Door wat we nu meemaken in Japan zal dit overgangskarakter wellicht nog sterker in de verf gezet worden. Maar zijn er wel alternatieven?

Gas als alternatief

Nucleaire energie heeft de naam goedkoop te zijn. Dat is een belangrijk voordeel. Hoe minder we aan onze energie moeten uitgeven, hoe meer we aan andere dingen kunnen spenderen. Alleen: wat zit er in de kostprijs? Nucleaire installaties zijn moeilijk of niet verzekerbaar. Als er iets mee gebeurt, dan is de maatschappelijke kost enorm. Maar dat zal je in een klassieke kostprijsberekening niet terugvinden. Hoeven we er daarom geen rekening mee te houden? Ongelukken zoals in Fukushima zijn een grote stimulans om op zoek te gaan naar alternatieven. De gassector kan daar zonder twijfel in de eerste plaats zijn voordeel mee doen. Mede dankzij nieuwe technologieën om gas te winnen, zijn de voor de mens beschikbare gasvoorraden spectaculair gestegen. Door de opkomst van LNG kan gas ook vlot verscheept worden, net als olie. Elektriciteitsopwekking met gas is net als kernenergie goedkoop. Bovendien valt de impact op het milieu goed mee, zeker in vergelijking met kolen. Een nadeel is wel dat een belangrijk deel van de gasvoorraden zich concentreert in Siberië en het Midden-Oosten. Dat is niet alleen ver van de afzetmarkten, het maakt die afzetmarkten ook kwetsbaar voor politieke verwikkelingen in de landen van ontginning. Voor kolen geldt dit veel minder, maar steenkoolcentrales zijn relatief vervuilend en zullen vooral daarom in de toekomstige energiebevoorrading zonder twijfel een kleinere plaats innemen.

Eindig versus hernieuwbaar

Vandaag levert olie nog steeds 30%-40% van onze primaire energie. Ongeveer de helft van alle olie wordt gebruikt als brandstof in de transportsector. En aangezien de automobielsector wereldwijd blijft groeien, wordt de vraag ernaar elk jaar alleen maar groter. De doorbraak van de elektrische wagen zal wellicht een kentering brengen, maar dat is nog niet meteen voor morgen. Helaas zijn de voorraden olie eindig. Bovendien wordt het almaar moeilijker en duurder om het zwarte goedje op te pompen. Vroeger volstond het een putje te maken in de woestijn, vandaag moeten we vaak al diep op zee gaan boren om de olie boven te halen. De marginale productiekost sluipt dus omhoog en daarmee ook de verkoopprijs. Op

LANDEN	ELEKTRICITEITSPRODUCTIE DOOR KERNENERGIE IN 2009	
	miljard kWh	% van de totale electriciteitsproductie
Argentinië	7,6	7,0
Armenië	2,3	45,0
België	45,0	51,7
Brazilië	12,2	3,0
Bulgarije	14,2	35,9
Canada	85,3	14,8
China	65,7	1,9
Tsjechische Republiek	25,7	33,8
Finland	22,6	32,9
Frankrijk	391,7	75,2
Duitsland	127,7	26,1
Hongarije	14,3	43,0
India	14,8	2,2
Japan	263,1	28,9
Zuid Korea	141,1	34,8
Litouwen	10,0	76,2
Mexico	10,1	4,8
Nederland	4	3,7
Pakistan	2,6	2,7
Roemenië	10,8	20,6
Rusland	152,8	17,8
Slovakije	13,1	53,5
Slovenië	5,5	37,9
Zuid-Afrika	11,6	4,8
Spanje	50,6	17,5
Zweden	50,0	34,7
Zwitserland	26,3	39,5
Oekraïne	77,9	48,6
Verenigd Koninkrijk	62,9	17,9
USA	798,7	20,2
Wereld	2560	14,0

Bron: Atomic Energy Authority (AEA)

termijn moet dit in de kaart spelen van de alternatieve energie. Die kampt niet met voorraadbeperkingen, maar is relatief duur. Precies daarom is ze zonder staatssteun vaak onvoldoende concurrentieel ten opzichte van de traditionele energiebronnen. Veel hangt wel af van het type technologie en de concrete omstandigheden waarin deze wordt ingezet. Hoe dan ook, naarmate de prijs van traditionele energiebronnen stijgt, zal alternatieve energie sowieso aan concurrentiekracht winnen. Daarnaast zullen ook de schaalvoordelen en de technologische innovatie de prijs verder drukken. Geschat wordt dat tegen het midden van de eeuw bijna de helft van onze energie zal komen van waterkracht, hernieuwbare energie en biomassa (energie opgewekt door de verbranding van plantenresten). Op korte termijn dreigt de sterk subsidieafhankelijke sector van de alternatieve energie echter te moeten afrekenen met een markt die eerder sceptisch gestemd is. Overheden hebben door hun schuldprobleem immers nog maar weinig geld uit te delen.

Het korte- en het langetermijnplaatje

De invloed van de menselijke activiteit op de opwarming van de aarde wordt steeds minder in twijfel getrokken. Vooral de snelheid waarmee het fenomeen zich voltrekt, baart wetenschappers zorgen. De natuur krijgt niet de tijd om zich aan te passen. In hun zoektocht om de uitstoot van broeikasgassen te beperken, meenden beleidsvoerders kernenergie een nieuwe kans te moeten geven. Zo zijn er momenteel wereldwijd een zestigtal kerncentrales in aanbouw en bestaan er plannen voor veel andere. Fukushima heeft deze nucleaire lente aardig vergald. In vele landen werden oude installaties tijdelijk stilgelegd en Europa wil zijn reactoren aan stresstests onderwerpen. Toch is de kans zeer klein dat dit de definitieve verbanning betekent van kernenergie.

Volgens het Internationaal Energieagentschap zal de behoefte aan energie de komende kwarteeuw met meer dan een derde stijgen. Om daaraan te voldoen zal kernenergie naar alle waarschijnlijkheid nodig blijven. Maar ongetwijfeld zal de zoektocht naar alternatieven geïntensifieerd worden. Op korte termijn komt daarbij gas in zicht. Heel belangrijk wordt ook de technologie om zuiniger en efficiënter met onze energie om te springen. Bedrijven die op dit vlak iets te bieden hebben, zullen steeds nadrukkelijker in beeld komen. Beschouwen we de lange termijn, dan zal een steeds grotere bijdrage van onze energievoorziening gedragen worden door hernieuwbare bronnen zoals water, zon, wind en organisch afval.

VOLGENS HET INTERNATIONAAL ENERGIEAGENTSCHAP ZOU DE ELEKTRICITEIT DIE OPGEWEKT WORDT DOOR ZONNE-ENERGIE 25% VAN DE GLOBALE ENERGIEPRODUCTIE KUNNEN BEDRAGEN IN 2050.

LUXESECTOR ZAL MEEST GETROFFEN WORDEN

JAPANSE TSUNAMI

Als derde economie in de wereld, maar "ex-groeimarkt", beleeft Japan momenteel de ergste crisis sinds de Tweede Wereldoorlog. Wat is de impact op de Europese aandelen, de sectoren en de aanbevelingen?

SANDRA VANDERSMISSEN, SENIOR EQUITY SPECIALIST

Voor de ramp werd binnen het Europees aandelenuniversum zelden over Japan gesproken, met uitzondering van de luxesector. Gemiddeld realiseren Europese bedrijven 5% van hun omzet in Japan. De Japanse markt is grotendeels "ex-groei" (matuur, geen bevolkingsgroei,...). Hierdoor is het aandeel van Japan in de waarderingen van bedrijven nog kleiner (die waarderingen houden immers rekening met de toekomstige groei, bovenop de huidige winstbijdrage), wat de impact op de koersen beperkt. Toch is Japan de derde grootste economie van de wereld en samen met de wereldwijde reflectie over de energiepolitiek, is de impact voor sommige sectoren en bedrijven meer significant.

Energiesector

De meest positieve impact zien we in de energiesector, via een verhoogde vraag naar gas en LNG (Liquefied Natural Gas). Japan is wereldwijd de grootste importeur van LNG. Op korte termijn zal de 12 GW aan verloren nucleaire elektriciteitsproductie grotendeels via LNG worden ingevuld tegen aantrekkelijke prijzen. In Azië (dankzij Japan, Zuid-Korea, China) en in tegenstelling tot de VS en Europa, ligt de prijs van LNG dichter bij de olieprijs omwille van bevoorradingszekerheid. Groepen met een vloot aan LNG tankers zullen hiervan profiteren. We denken aan BG Group, dat over de grootste vloot beschikt van de beursgenoteerde groe-

pen en 20% capaciteit vrij had. Analisten berekenden dat de Japanse ramp een positieve impact zou kunnen hebben van ongeveer 10% op de winst van BG Group. BP en RDS Shell beschikken ook over een vloot. Voor RDS Shell (en toeleveringsgroepen zoals Technip) zien we de positieve impact, vooral wat betreft de gasontginning rond Australië. Ook niet vergeten dat GDF Suez over een vloot beschikt. Tot slot zou in het Westen de gasprijs, die losgekoppeld is van de olieprijs, terug kunnen aantrekken.

Industriële sector

Voor industriële bedrijven is er het groeiend belang van energie-efficiëntie. Imtech en Siemens zijn onze favorieten. Met allicht hogere kosten voor de nucleaire centrales (nieuw type EPR centrales) en hogere veiligheidskosten, zullen nucleaire centrales een deel van hun kostenvoordeel verliezen, om nog niet te spreken over de maatschappelijke tegenstand. Alstom en vooral Siemens zouden op termijn moeten profiteren van een verhoogde vraag naar centrales voor gas en naar windenergie. Voor Alstom zijn we positief over de langetermijnperspectieven voor de Transportdivisie (energie-efficiëntie), maar op korte termijn blijft de Energiedivisie het moeilijk hebben en de groep is minder gediversifieerd.

Nutsbedrijven

Voor nutsbedrijven is de impact gemengd. Slecht nieuws is het verbod op de verlenging van de levensduur van de kerncentrales. Bovendien moeten we ons afvragen in hoeverre deze geliberaliseerde, maar politiek gevoelige sector, hogere kosten (hogere energieprijzen en veiligheidskosten) in de elektriciteits- en gasprijzen zal mogen doorrekenen aan de particulieren. Positief nieuws is daarentegen de impact op de activiteiten met industriële klanten en op de handelsactiviteiten van LNG. Beide domeinen hebben in het verleden voor GDF Suez tot grote neerwaartse winstaanpassingen geleid. We zijn positief omdat de perspectieven nu beter zijn, het aandeel van het nucleaire in de winst slechts 12% bedraagt en omdat het een mooie internationale portefeuille is. In onze waardering houden we rekening met een mogelijk hogere belasting op Electrabel.

Bouwsector

Japan heeft zelf materialen (staal, cement,...) voor zijn wederopbouw. Alleen basisgrondstoffen worden ingevoerd. Voor staal volgt de tijdelijke daling van de export van Japan echter op de recente daling van de prijzen voor ijzererts (Chinees Nieuwjaar), wat een positief effect creëert. De langere termijnimpact op basisgrondstoffen is ook positief. Aandelen uit de mijnbouw en ArcelorMittal mogen in een gediversifieerde portefeuille aanwezig zijn, naast basiswaarde DSM.

Luxesector

De meest negatieve impact wordt in de luxesector verwacht (15% van de verkopen in Japan en via Japanse toeristen). Er is nood aan een optimistisch klimaat om luxeproducten aan te kopen. Een scenario waarbij verkopen aan Japanse klanten met 20% zouden dalen in 2011, zou de winst per aandeel met gemiddeld 8% doen zakken. Beurskoersen zakten reeds met dit percentage maar toch vinden we de waarderingen nog vrij duur. We brengen ook in herinnering dat LVMH één week voor de ramp Bulgari kocht tegen een riante prijs.

En de andere...

Japan is een belangrijke producent van elektronica- en andere industriële componenten. Er zijn grote toeleveringsproblemen, met name in de autosector. Toch vinden we het aandeel Peugeot koopwaardig. De Europese sector van semiconducteurs blijft op langere termijn ook fundamenteel gezond (raakvlakken met energie-efficiëntie). Voor aandelen uit de niet-duurzame consumentensectoren moet men rekening houden met de impact van hogere energieprijzen op de consumentenuitgaven. We mijden herverzekeraars maar blijven positief voor een aantal klassieke verzekeraars.

Maar het kan het meest interessant zijn om defensieve waarden te kopen. Die zijn onterecht afgestraft en hebben waarderingen die minstens in lijn zijn met meer risicovolle cyclische waarden. We denken aan Heineken, Wolters Kluwer, Delhaize, telecommunicatie en niet in het minst aan de farmaceutische sector (Novartis, GSK, Omega Pharma). Japan is 's werelds derde grootste farmaceutische markt en maakt 8% van de omzet uit. We verwachten geen duurzame negatieve impact (bovendien heeft Japan een verouderende bevolking). De prijzen van geneesmiddelen in Japan worden om de twee jaar neerwaarts herzien en we verwachten niet dat de overheid, omwille van een hoger overheidsdeficit, extra bij de sector zal aankloppen.

AAN DE VOORAVOND VAN HET DIVIDENDSEIZOEN, EEN LICHT OP DE SECTOR VAN DE

Tele-communicatie

Sinds begin 2011 heeft de sector het licht beter gedaan dan de markt. Na de kater van dure overnames en licentiekosten gedurende de internetbubbel heeft de sector het laatste decennium gewerkt aan een stabieler model, met focus op kapitaalsuitkeringen (dividenden, aandeleninkopen en kapitaalsreducties). In deze sector met goed presterende dividenden, zijn onze favorieten Belgacom, France Telecom, Telefonica en Deutsche Telekom.

SANDRA VANDERSMISSEN & BART JOORIS , SENIOR EQUITY SPECIALISTS

Ons universum heeft een gemiddeld bruto dividendrendement van 8,8%. Toch verbergen deze rendementen zowel hogere als lagere waarderingen. De sector toont een vrij kasstroomrendement voor 2011 van 9,5%, terwijl de markt aan 8,3% noteert. Dit varieert wel van 6,1% (Telenet) tot 11% (Belgacom).

Belgacom (Kopen): *cash return* licht verhoogd

De jaarcijfers lagen licht boven de verwachtingen. De omzet bedroeg 6,603 miljard EUR (+10,2%). De consumentenafdeling presteerde verrassend sterk, terwijl de bedrijfsafdeling licht teleurstelde. De bedrijfskasstroom was 1,984 miljard EUR. Belgacom bevestigde het totaaldividend van 2,18 EUR, verwacht ditzelfde bedrag voor 2011 en gaat voor 200 miljoen EUR aandelen inkopen. Voor 2011 verwacht het management een daling van de omzet (maximaal -1%) en de bedrijfskasstroom (maximaal -2%), dit in lijn met de consensus. Belgacom gaf wel aan dat investeringen tijdelijk iets hoger zouden liggen. Indien wij deze verhoging voorzichtigheidshalve als permanent beschouwen, geeft het aandeel nog een vrij kasstroomrendement van 11%.

Mobistar (Houden): *downgrade* na koersstijging

Tijdens het vierde kwartaal 2010 steeg de kwartaalomzet van Mobistar met 3% tot 431 miljoen EUR, terwijl de bedrijfscashflow 131 miljoen EUR bedroeg. Beide waren hoger dan de vooruitzichten van het management, maar in lijn met de consensus. De vooruitzichten voor 2011 stelden licht teleur. Terwijl de voorspelling voor omzet (gelijkaardig aan die in 2010) en bedrijfscashflow (tussen 505 en 535 miljoen EUR) in lijn liggen met de consensus, kwam de voorspelling voor organische cashflow onder de verwachtingen uit. Dit was voornamelijk te wijten aan hogere netwerkinvesteringen. Het totale brutodividend is met 4,30 EUR (rendement van 8,8%) dan weer iets hoger dan verwacht. Na de koersstijging van eind maart verlagen we onze aanbeveling naar "Houden".

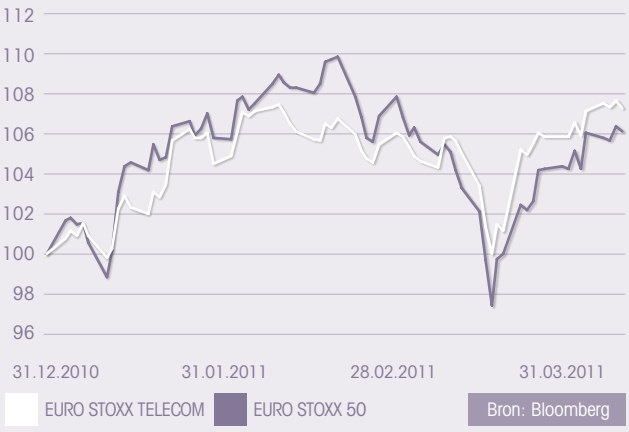
Telenet (Houden): dure waardering maar steun van kapitaalsreductie

De vierde kwartaalomzet in 2010 steeg met 5% tot 332 miljoen EUR. Dit was in lijn met de ramingen ondanks het feit dat de nieuwe klantenaanwinsten licht boven de verwachtingen waren. De bedrijfscashflow bedroeg 163 miljoen EUR. Dit valt onder de consensus van 165 miljoen EUR, maar er was een uitzonderlijke kost van 7 miljoen EUR. Telenet zal in juli een kapitaalsreductie doorvoeren van 4,5 EUR (netto) per aandeel en plant dit de komende 5 jaar te herhalen. Het management ziet 6% omzetgroei in 2011, met een stabiele marge. Dit ligt helemaal in lijn met de verwachtingen van de analysten. Op basis van deze verwachtingen en de geplande kapitaalsreductie, noteert Telenet aan een vrij kasstroomrendement van 6,1% voor 2011 en 6,8% voor 2012. Dit toont aan dat alle nieuwigheden reeds in de koers zitten. Omdat de kapitaalsreductie de koers wellicht zal ondersteunen, houden wij ons aan ons neutraal advies (Houden).

France Telecom (Kopen): vrees voor Iliad opgenomen in de koers

Hoewel de licht dalende trend van de resultaten aanhoudt (regulering), bleef de cashflow voor dividend dankzij een daling van de investeringen stabiel op 8 miljard EUR. Dankzij kostendalingen is 8 miljard EUR ook het objectief voor 2011. Met een schuldratio onder het gemiddelde van de sector, blijft het hoog dividend van EUR 1,4 gegarandeerd. De waardering is laag (vrij kasstroomrendement van 10%) en houdt rekening met de intrede van Iliad in mobiele telefonie in Frankrijk vanaf 2012. Deze laatste activiteit maakt 25% van de winst van France Telecom uit. We verwachten echter geen destabilisatie van de markt. France Telecom zal immers tot 2017 groothandelsinkomsten van Iliad ontvangen voor het ter beschikking stellen van het netwerk. Daarnaast zijn de recente trends in vast internet bemoedigend (betalen voor diensten) en vanaf 2013 zal de negatieve impact van regulering verminderen.

Vergelijkend verloop van de Europese markt (Euro Stoxx 50) en de telecomsector (Euro Stoxx Telecom) sinds begin 2011 (gegevens teruggebracht naar 100 op 31.12.2010)



Telefonica (Kopen): Latijns-Amerika broodnodig

In 2010 kon de groep de impact van de recessie in Spanje (35% van de resultaten) meer dan compenseren dankzij Latijns-Amerika (50%, nog versterkt door de dure overname van 30% in Vivo) en de rest van Europa (15%). In 2011 zal er wellicht nulgroei zijn, om terug met een lichte groei aan te knopen vanaf 2012. De waarderingspremie ten opzichte van sectorgenoten is voorlopig terecht verdwenen. De dividendpolitiek is aantrekkelijk en ambitieus (van 1,4 EUR voor 2010 tot 1,75 EUR voor 2012), maar haalbaar indien in Spanje het ergste achter de rug is (ons basisscenario) en Vivo (Brazilië) een succes wordt.

Deutsche Telekom (Kopen): nieuwe dynamiek

Deutsche Telekom realiseert 45% van de verkopen in Duitsland, 30% in de rest van Europa en 25% in de VS. Met de aangekondigde verkoop tegen een mooie prijs van de problematische Amerikaanse dochter aan AT&T - blijkbaar konden de concurrentieautoriteiten niet akkoord gaan met een andere partij -, lost de groep verschillende problemen in één klap op. De schuldratio en het dividendrendement (deels in de vorm van een aandeleninkoop) komen in lijn met het sectorgemiddelde. Ook zijn er nieuwe middelen om in Duitsland te investeren om het hoofd te bieden aan de kabelconcurrenten. Negatief blijft dat Duitsland achterloopt voor de toepassing van regulering. Gelukkig is er de relatief sterke Duitse consument. De waardering is goedkoop, maar er is een lichte premie tegenover concurrenten.

KPN (Houden): verdedigen van toppositie in Nederland

Met een dividend van 0,63 EUR en een jaarlijkse aandeleninkoop van 1 miljard EUR, is KPN de topper wat betreft het aandeelhoudersrendement. De groep vertoont echter een hoge schuldgraad, die nog zal verhogen met de Nederlandse glasvezelinvesteringen (die nu grotendeels buiten balans gebeuren). De groep blijft ook een jaarlijkse lichte groei vooropstellen, wat ambitieus is.

ZIJN GRONDSTOFFENMUNTEN GOUD WAARD?

Niet allemaal!

De spanningen in het Midden-Oosten en het debat over de betrouwbaarheid van kernenergie na de natuurramp in Japan, duwen de grondstoffenprijzen hoger. Munten van landen die rijk zijn aan grondstoffen kunnen hiervan profiteren, maar verlies als belegger de onderliggende economische fundamenten niet uit het oog. Deze zijn immers nog steeds belangrijker dan louter de aanwezigheid van grondstoffen. In dat opzicht vinden wij vooral de Canadese dollar (CAD) en de Noorse kroon (NOK) interessant.

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB

Keerpunt op de energiemarkt?

Grondstoffen zijn als schaarse en uitputbare goederen een belangrijk langetermijnthema. In landen met een sterke bodemrijkdom ondersteunt de aanwezigheid van grondstoffen de economische groei, de werkgelegenheid en de export. De recente natuurramp in Japan en het huidige debat over de afhankelijkheid van kernenergie zorgen er mogelijk voor dat de energie- en grondstoffenmarkt op een belangrijk keerpunt staan. Energiebronnen zoals olie, steenkool, ijzererts enz. kunnen in de komende jaren aan belang winnen als kernenergie verder afgebouwd wordt. Het is op dit moment immers nog niet realistisch om de stijgende globale vraag naar energie volledig op te vangen met groene energie.

Bovendien vormen de aanhoudende spanningen in het Midden-Oosten een bijkomende factor van onzekerheid. Het ziet er niet naar uit dat de onrusten in Libië snel van de baan zullen zijn. Zelfs als de situatie niet verder escaleert (richting Saudi-Arabië), is de kans groot dat de olieprijzen nog een tijdje op een hoog niveau zullen blijven.

Eén van de manieren om in te spelen op de stijgende trend van de grondstoffenprijzen is via de munten van landen met een sterke bodemrijkdom. Stijgende grondstoffenprijzen stimuleren immers de economische groei en inflatie en zetten op die manier de rente onder opwaartse druk. Hiervan kunnen de munten profiteren. Bodemrijkdom is in dat opzicht zeker een troef, maar het is zeker niet de enige factor. Zo kenden veel van de grondstoffenmunten een moeilijk eerste trimester. Naast hogere grondstoffenprijzen steeg immers ook de risicoaversie door de gebeurtenissen in het Midden-Oosten en Japan. Het is bovendien niet zo dat een stijging van de grondstoffenprijzen automatisch gevolgd wordt door een even sterke stijging van de grondstoffenmunten. Toch zien we een duidelijke correlatie tussen beide (zie grafiek).

Noorwegen, Canada, Brazilië en Australië

Als we de munten van Noorwegen (NOK), Canada (CAD), Brazilië (BRL) en Australië (AUD) meer in detail analyseren, valt het op dat vooral de NOK en de CAD grondstoffenrijkdom combineren met uitstekende economische vooruitzichten. Dit geldt ook wel voor de BRL en de AUD, maar hier is het risico toch hoger aangezien veel van het goede nieuws al in de koers zit.

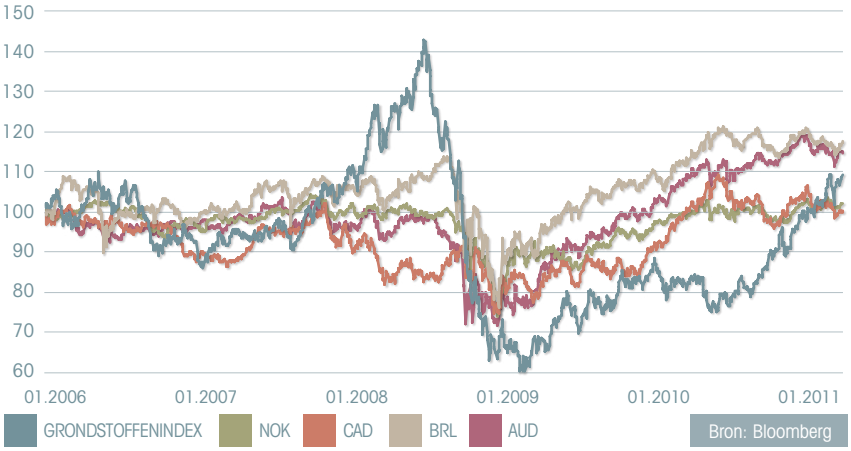
CAD

Canada is een open en exportgerichte economie. Het profiteert momenteel volop van de hoge olieprijzen. Samen met de economische heropleving in de VS (afzetmarkt voor 75% van de Canadese export) zorgt dit voor een duurzaam herstel van de Canadese economie. De gezonde overheidsfinanciën en de stijgende rente maken van de CAD een aantrekkelijk alternatief voor de USD. Door de grote afhankelijkheid van de gang van zaken in de VS verwachten we echter dat de CAD tijdens de komende maanden in tandem zal evolueren met de USD t.o.v. de euro, ondanks de duidelijk betere onderliggende economische fundamenten. Naarmate de exportafhankelijkheid van de VS afneemt, zal de onderliggende waarde van de CAD beter tot uiting komen.

NOK

De Noorse kroon vormt een mooi diversificatiealternatief voor de euro. De gezonde economische fundamenten van Noorwegen zorgen voor de nodige stabiliteit. De bodemrijkdom (vooral olie en gas) verzekert het land bovendien van begrotingsoverschotten die het kan aanwenden om de werkgelegenheid op peil te houden en de groei te ondersteunen. De centrale bank verhoogde al drie keer de rente en verdere renteverhogingen worden verwacht. Ook dit zal de NOK ondersteunen.

Het verloop van een brede grondstoffenindex (ThomReuters/Jefferies) t.o.v. de NOK, CAD, BRL en AUD sinds 2006 (gegevens teruggebracht naar 100 op 01/01/2006)



BRL

De sterke economische groei, het oplopende renteverschil (spread) en de instroom van buitenlandse investeringen ondersteunen de Braziliaanse real. Die is echter al fors gestegen zodat het kortetermijnpotentieel eerder beperkt is. Een verstandig monetair en fiscaal beleid kan in combinatie met een gezonde exploitatie van de bodemrijkdom van Brazilië een economische grootmacht maken.

AUD

Australië heeft zeer solide economische fundamenten. Veel van het goede nieuws zit echter al in de koers. De bodemrijkdom is zowel een troef als een bron van volatiliteit. Een vertraging van de Chinese economie kan een grote impact hebben op de AUD. Ook een stijging van de globale risicoaversie n.a.v. spanningen in het Midden-Oosten en de natuurramp in Japan kan wegen op de Australische munt. Ondanks de positieve vooruitzichten blijven we daarom voorzichtig.

Kortom, laat het gewicht van de al goed gestegen AUD in uw portefeuille niet te hoog oplopen (mag tussen de 5 en 10% van het obligatiecompartiment uitmaken).

BELANGRIJKSTE GRONDSTOFFEN	
NOK	Olie, aardgas, aluminium, hout, koper, ijzererts
CAD	Olie, aardgas
BRL	ijzererts, goud, nikkel, tin, uranium, olie
AUD	ijzererts, steenkool, goud, LNG

Bron: Bloomberg

CONCLUSIE

Grondstoffenmunten hebben dankzij de bodemrijkdom een belangrijke troef in handen, maar de onderliggende economische fundamenten zijn nog belangrijker. De Noorse kroon en Canadese dollar zijn daarom onze favorieten.

VAN EFSF OVER EFSF-BIS NAAR ESM

DE WEG NAAR MEER EUROPA

Vanaf 2013 treedt het ESM (European Stability Mechanism) in de voetsporen van het hervormde EFSF (European Financial Stability Facility). Dit betekent echter niet dat de Europese schuldencrisis nu definitief van de baan is. We zijn geen koper van staatsobligaties van de PIG(S)-landen omdat de risico's te hoog blijven.

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB

"Wat na 2013?"

Dit was tot voor kort een pertinente vraag wanneer het over het Europese reddingsmechanisme ging. Hierop kregen we onlangs een antwoord onder de vorm van het European Stability Mechanism (ESM).

In de Invest News van februari hadden we het al over de werking van de European Financial Stability Facility (EFSF). Dit EFSF kon theoretisch voor 440 miljard euro leningen toestaan aan de lidstaten van de eurozone. In realiteit was de werkelijke financieringscapaciteit echter 250 miljard euro, rekening houdend met de vereiste garanties om de AAA-rating te behouden bij de belangrijkste ratingagentschappen. Dit bedrag volstaat om de redding van 'kleinere' lidstaten te verzekeren (Ierland en Portugal), maar is niet voldoende als Spanje of Italië in de problemen zouden komen. Het was daarom duidelijk dat de eurozone nood had aan een sterk signaal van solidariteit om speculatieve druk af te houden.

Deze oplossing werd gevonden en bevestigd op de Europese top van 24 en 25 maart. Het tijdelijke reddingsmechanisme EFSF wordt uitgebreid en wordt in juli 2013 vervangen door het ESM. Dit is een permanent reddingsmechanisme met 700 miljard euro kapitaal, waarvan 500 miljard euro effectief gebruikt kan worden als financiële steun aan lidstaten in moeilijkheden. Van het totaal van 700 miljard euro is tot nu toe slechts 80 miljard volstort. De resterende 620 miljard is beschikbaar onder de vorm van direct opvraagbare tegoeden bij de 17 lidstaten van de eurozone, die elk voor een verschillend bedrag garant staan. Het ESM is op die manier verzekerd van de hoogste kredietwaardigheidscore bij de ratingagentschappen.

In afwachting van het ESM zal het huidige EFSF uitgebreid worden, al zal de definitieve goedkeuring hiervan pas volgen na de Europese top in juni. Dan zijn de verkiezingen in Finland en Duitsland immers grotendeels achter de rug, wat de discussie over de verdeling van de vereiste garanties over de verschillende lidstaten eenvoudiger zal maken. Over de krijtlijnen van de uitbreiding van het EFSF is echter al een akkoord. Het EFSF wordt uitgebreid tot een effectieve ontleningcapaciteit van 440 miljard euro en zal bovendien rechtstreeks obligaties kunnen aankopen van lidstaten van de eurozone op de primaire markt. De secundaire markt blijft het terrein van de ECB (al zullen Jean-Claude Trichet en co hier zo weinig mogelijk actief zijn).

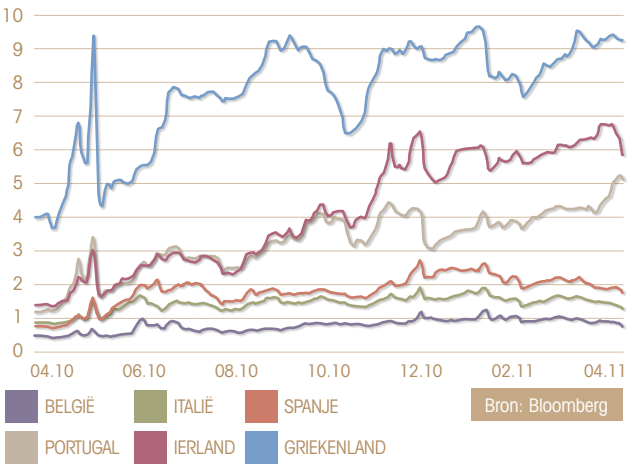
Van monetaire naar economische unie

Naast de uitbreiding van het EFSF en de oprichting van het ESM werd ook een akkoord bereikt over een strenger grensoverschrijdend begrotingstoezicht en het verhogen van de competitiviteit via concrete hervormingen van onder meer de arbeidsmarkt en de pensioenregeling. Nationale begrotingen zullen voortaan eerst de goedkeuring van de Europese Commissie moeten krijgen en landen die het vooropgestelde begrotingsplan

niet volgen, riskeren boetes via een vooraf vastgelegd mechanisme (in tegenstelling tot het vorige systeem, waar de boeteclausule louter theoretisch was). Naast de 17 lidstaten van de eurozone ondertekenden ook Polen, Denemarken, Roemenië, Litouwen en Letland dit zogenaamde "Euro Plus Pact". Het doel is om via een verregaande proactiviteit Europa te wapenen als er zich, om welke reden dan ook, een nieuwe financiële crisis aandient. Met het EMS liggen bovendien de oplossingen nu al op tafel als deze crisis toch bepaalde lidstaten in de problemen brengt.

De spelregels zijn hiermee duidelijk, wat niet wil zeggen dat de uitvoering zomaar van een leien dakje zal lopen. De Europese Unie zal nu moeten bewijzen dat het de stap kan zetten van een monetaire naar een sterk geïntegreerde economische unie. De vooropgestelde maatregelen zijn een eerste stap in de goede richting, nu is het aan de lidstaten om de uitvoering ervan te verzekeren. Het is duidelijk dat er op dat vlak nog heel wat werk is. Onderstaande grafiek toont de evolutie van de spread van de PIIGS + België met Duitsland (10-jaarsrente).

Verloop van de *spread* (in %) van de 10-jaarsrente in Griekenland, Portugal, Spanje, Italië, Ierland en België ten opzichte van Duitsland



Wat opvalt, is het volgende:

- **Griekenland** verkreeg onlangs van de EU en het IMF een duwtje in de rug via een lagere rente en langere looptijd voor het eerder aangegane noodkrediet van 110 miljard euro, in ruil voor een uitgebreid programma van privatiseringen. Dit vertaalde zich echter niet in een vernauwing van de rentespread met Duitsland. Het is duidelijk dat de markt grote twijfels heeft bij de uitvoerbaarheid van het Griekse besparingsplan en rekent op een schuldherschikking. Het IMF ontkende dit echter recent nog met klem.
- **Portugal** zit in de hoek waar de klappen vallen. De regering van premier Socrates viel nadat ze er niet in slaagde de broodnodige besparingsmaatregelen door het parlement te laten goedkeuren. Bovendien bleek het begrotingstekort in 2010 met 8,6% van het BBP groter dan verwacht (7,3%) Op 5 juni staan nieuwe verkiezingen gepland, maar ondertussen moet Portugal op de financiële markt geld ophalen om enkele zware vervaldagen te financieren. De prijs die ze hier voor betalen is dan ook navenant. Het was daarom geen verrassing dat Portugal onlangs een aanvraag indiende om noodhulp te krijgen van het EFSF en het IMF. De omvang van het hulppakket wordt bepaald op de Europese top midden mei maar vermoedelijk gaat het om een bedrag van 80 miljard EUR voor een periode van 3 jaar.
- **Ierland** kreeg in tegenstelling tot Griekenland voorlopig geen schuldverlichting voor de lening van 85 miljard EUR bij het EFSF. De belangrijkste reden is dat de pas verkozen Ierse premier Enda Kenny niet wil raken aan de zeer lage vennootschapsbelasting van 12,5%. Toch is er ook positief nieuws wat Ierland betreft. De markt reageerde gunstig na de bekendmaking van de resultaten van de stresstests van de Ierse banken en de aankondiging van een reorganisatie van de financiële sector. Uit de stresstests bleek dat de banksector 24 miljard euro extra nodig heeft om de banken te herkapitaliseren. Dit valt binnen de 35 miljard euro die hiervoor al voorzien waren in het noodfonds van in totaal 85 miljard.
- **Spanje, Italië en België** doen het de afgelopen weken opvallend goed op de obligatiemarkten. Niet dat alle economische problemen opgelost zijn in de betrokken landen, maar de aangekondigde fiscale maatregelen weten de financiële markten te overtuigen. De periferie beperkt zich dan ook meer en meer tot Griekenland, Portugal en Ierland.

CONCLUSIE

Het akkoord over een permanent reddingsmechanisme betekent niet dat perifeer staatspapier nu aan te bevelen is voor een conservatieve obligatiebelegger. Er blijven te veel risico's en onduidelijkheden om op dit moment in te stappen. Bestaande posities mogen wel behouden blijven aangezien het slechte nieuws al grotendeel in de koers zit.

WANNEER DE VIJAND EEN BONDGENOOT KAN WORDEN

Inschatting van risico

De aandelenmarkten maken soms gekke bokkesprongen, van hype naar beurseuforie en terug naar af via een korte of langgerekte crash. Op lange termijn presteren aandelen gemiddeld wel beter dan obligaties, maar de op- en neerwaartse bewegingen van aandelen moet u er wel bij nemen. Of toch niet helemaal. Mits bepaalde middeltjes kunt u aandelenrisico of volatiliteit deels beperken, of er zelfs voordeel bij doen.

KOEN VAN DE STEENE, DIRECTOR INVESTMENTS SERVICE SUPPORT

WIST U DAT?

De VIX-index, bijgenaamd "de angstbarometer", geeft weer in welke mate de beleggers angst hebben. Indien die hoog is, dan worden ze geplaagd door vrees. Indien laag, dan geeft hij de afwezigheid van angst weer.

Inschatting van risico

Welke beursimpact heeft een stijging van de rente of van de (verwachte) inflatie? Een opzwellende olieprijs, geopolitieke onrust in het Midden-Oosten, of uit de hand lopende overheidsschulden in bepaalde regio's? Beleggers worden soms meer risicoavers en vluchten uit de beurzen, en als de schrik wegebt neemt de risicoappetijt weer toe en vloeit er weer geld richting aandelen, wat de beurskoersen weer opdrijft. Het aandelenrisico goed inschatten is een cruciale stap richting een goed beleggingsrendement.

Sommige aandelenbeleggingen zijn ook gewoon volatieler dan andere. Zo zijn de op- en neergaande bewegingen van de beurzen van de groeilanden sterker dan die van de westerse. Hun economie groeit wel sneller of is afhankelijker van bv. de grondstofprijzen, maar dat maakt hen soms ook juist kwetsbaarder als die groei wat begint tegen te vallen. Hoge volatiliteit vinden we ook bij groeisectoren, zoals bv. technologie, omdat de hooggespannen verwachtingen hun gevoelig maakt voor (kleinere) haperingen in de groei. In meer mature sectoren (bv. nutsbedrijven) ligt het stijgingspotentieel van de aandelenkoersen meestal lager, maar dat wordt deels gecompenseerd door een belangrijker dividendrendement omdat zij een groter deel van hun stabiele inkomsten aan hun aandeelhouders kunnen uitbetalen. Cyclische sectoren zoals bv. chemie zijn dan weer sterk verbonden met de economische conjunctuur, winsten kunnen het ene jaar verdriedubbelen en het volgende jaar halveren. Dat weerspiegelt zich ook in meer volatiliteit van hun beurskoersen. Kleinere aandelen zijn meestal ook volatieler dan gevestigde grote waarden.

Het is belangrijk om tijdig uit de aandelenmarkt te stappen als de risico's te groot worden. Dat risico inschatten is echter niet evident, uw private banker kan u hierbij helpen. De nodige informatie over risico is ook niet zomaar altijd beschikbaar is. Er bestaan risicograadmeters die als knipperlicht kunnen dienen. Eén van de meest bekende is de VIX-index of "indicator van de angst", omdat die de zenuwachtigheid meet op de Amerikaanse beurzen. Dat gebeurt technisch aan de hand van de impliciete volatiliteit van opties op aandelen van de S&P 500 index. Stijgt de VIX, dan neemt de vrees toe voor een daling van de markten. Meestal is er een omgekeerde relatie tussen de evolutie van de VIX en die van de Amerikaanse beurzen. Dat betekent ook dat bij een lage VIX de waarschijnlijkheid toeneemt dat de beurzen zullen stijgen. Zo kunt u dus ook voordeel halen uit risico of volatiliteit.

Risico's verlagen

Risico's kunt u best spreiden. Dat kan via een aandelenfonds, waar een beleggingsinstelling eigenlijk een portefeuille aandelen voor u koopt. Of u koopt zelf een selectie van interessante aandelen, de ene al volatieler dan de andere. Het voordeel is dat als er iets misloopt met het ene aandeel, dit mogelijks kan worden opgevangen door de goede prestatie van een ander aandeel. Het vermijden van slecht presterende aandelen heeft overigens dikwijls een grotere impact op het rendement van een portefeuille, dan het uitkiezen van goed presterende aandelen.

U kan ook bewust op zoek gaan naar minder volatiele beurzen, sectoren of aandelen. U kan ze terugvinden bij bv. laaggewaardeerde aandelen, aandelen die een hoog dividendrendement hebben, vastgoedaandelen, holdings (die eigenlijk ook een beleggingsportefeuille zijn van verschillende aandelen). Wilt u nog meer bescherming, dan zijn er nog gestructureerde producten of fondsen die uw kapitaal deels of volledig kunnen beschermen tegen verliezen, maar hou er rekening mee dat dit deels ten koste gaat van uw opwaarts potentieel. Bescherming heeft zo zijn prijs. Uw private banker kan u alvast helpen bij de risicobeheersing van uw aandelenbeleggingen in functie van uw beleggingsprofiel.

Bedrijfsresultaten is één ding ...

Beleggen in aandelen is investeren in ondernemingen. Succesbedrijven kunnen hun aandeelhouders een mooie opbrengst opleveren, maar altijd zijn er belangrijke bedrijfsrisico's aan verbonden. De belangrijkste zijn verkoopcijfers die kunnen tegenvallen (bv. door concurrentie of conjunctuur), de kosten die sterker stijgen dan de inkomsten (bv. looninflatie of stijgende grondstofprijzen) waardoor de winstmarge onder druk komt te staan. Als belegger houdt u best ook de financiering van de bedrijfsactiviteiten in het oog. Een snelgroeiend bedrijf kan als succesvol bestempeld worden, maar als de bedrijfsleiding die groei niet kan financieren dan bestaat de kans op betalingsmoeilijkheden of erger ... Soms kunnen zich ook boekhoudkundige problemen voordoen, zoals we de laatste tijd meer en meer zien in bv. China. Als belegger kijkt u best met een kritisch oog naar zowel de balans als de resultatenrekening.

... de aandelenkoers is een ander ding

Meestal verloopt de aandelenkoers redelijk gelijk met de evolutie van de resultaten van een bedrijf. Dat is echter niet altijd het geval. Soms is de beurskoers al ver vooruitgelopen op de verwachte bedrijfsresultaten, en leiden goede kwartaalresultaten toch tot een koersterugval indien de financiële markten nog betere cijfers hadden verwacht. Soms gaat het prima met een bedrijf, maar bestaat de vrees in de markt dat het bedrijf een te grote of te dure overname gaat doen, wat aandeelhouders eerder aanzet te verkopen dan te kopen. Soms is er een grote aandeelhouder die zijn participatie in een bedrijf wil afbouwen, en die van elke koersstijging profiteert om een stukje te verkopen, waardoor er permanente koersdruk aanwezig is. Soms doet een bedrijf het jarenlang goed, maar is er een gebrek aan een catalysator om beleggers te doen inzien dat het aandeel aantrekkelijk genoteerd staat. Soms worden er maar een beperkt aantal aandelen verhandeld op de beurs waardoor een klein verkooporder soms een onevenredige koersdaling tot gevolg kan hebben. Voor de analyse van zowel de bedrijven als hun aandelen is dus heel wat huiswerk te maken. Bij BNP Paribas Private Banking hebben we alvast een team van 26 aandelenspecialisten die niet alleen het opwaarts koerspotentieel in de gaten houden, maar ook rigoureus het neerwaartse risico inschatten.

BNP PARIBAS FORTIS

PRIVATE BANKING