INVEST news

NIEUWS, TRENDS EN ANALYSES VAN DE FINANCIËLE MARKTEN

JAARGANG 2 • NR 7 • AUGUSTUS 2011
REDACTIE BEËINDIGD OP 1 AUGUSTUS 2011

MOMENT VAN DE WAARHEID VOOR DE EUROZONE
Werd de uitbreiding van de crisis gestopt?

OBLIGATIELANDSCHAP OVERHOOP GEGOOID
De oude basisprincipes zijn niet meer van toepassing

ALTERNATIEVEN VOOR DE EURO
Verkies de SEK en de NOK boven de CHF

EUROPESE BANKEN
De resultaten van de stresstests zijn gekend

TERUGBLIK OP HET EERSTE HALFJAAR 2011
Niet zo slecht gezien de omstandigheden!

SCHULDENCRISIS

GEEN VAKANTIE VOOR DE MARKTEN

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING

INHOUD

03. **EDITORIAAL**
Geen vakantie voor de markten

04. **MARKTOVERZICHT**
In de ban van Angela Merkel

10. **SCHULDENCRISIS**
Het moment van de waarheid voor de Eurozone

12. **OBLIGATIEMARKTEN**
Er zijn geen zekerheden meer

14. **WISSELMARKTEN**
Verkies de SEK en de NOK boven de CHF

16. **EUROPESE BANKSECTOR**
Aanhoudende stress

18. **BELGISCHE EN EUROPESE AANDELEN**
Terugblik op het eerste halfjaar en vooruitzichten

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 (1QB3A), Fortis Bank nv, Warandeberg 3, 1000 Brussel

Eindredactie:
Dominique Gehu
Coördinatie:
Lydie Verleye, Dries Vanvinckenroye
Werkten mee aan deze uitgave:
Rudy De Groodt, Roxane de Locht, Carl Jacobs, Bart Jooris, Philippe Masson, Geert Ruysschaert, Alain Servais, Sandra Vandersmissen, Rudy Vandorpe, Stefan Van Geyt, Frank Vranken, 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.

Geen vakantie voor de markten

Ze bestaan nog: de ver afgelegen plaatsen waar geen mobiele ontvangst is, en die u overweldigen door hun schoonheid en charme. Tofino is zo'n plaats, aan de westkust van Canada, waar alles draait rond surfen en het spotten van walvissen.

Van vakantiestemming is op de financiële markten echter weinig te merken. Europese schuldenproblemen, naast de Amerikaanse, vragen alle aandacht.
We gaan hier dan ook uitgebreid verder op in: analyse van de context, de gevolgen en de strategie...

Een obligatieportefeuille is daar uiteraard gevoelig aan. In deze bewogen tijden moet een goede diversificatie centraal staan in de beleggingsstrategie. Hoe kan men de ratings toegekend door de verschillende agentschappen interpreteren? Welke munten genieten de voorkeur?
U vindt een antwoord op deze vragen in dit nummer.

Ook beren vindt men in Canada, alhoewel ze helemaal niet lijken op die welke vandaag hun schaduw werpen op de aandelenmarkten. We brengen een overzicht van de beurzen over het eerste halfjaar.
De resultaten van de tweede reeks stresstesten waaraan de Europese banken onderworpen werden, zijn bekend. Onze aandelenspecialist van de financiële sector gaat hier dieper op in en legt uit hoe we de regels van Bazel III moeten interpreteren.

In Brussel of aan de andere kant van de wereld, wij blijven voor u de beursactualiteit op de voet volgen.
Hopelijk kunt u volop van uw vakantie genieten.

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)
Philips	10
Sanofi	10
Total	10
Roche	13
St Gobain	13
Volkswagen	13

SCHULD EN NOG EENS SCHULD

In de ban van Angela Merkel

Alles draait de laatste tijd omtrent schuld. Zowel Europa als de VS zijn met niets anders bezig. De één kreunt onder een schuldplafond terwijl de andere geen weg weet met Griekenland. Ondertussen zijn de macro-economische cijfers niet van die aard om de markten er van te overtuigen dat de tijdelijke vertraging niet structureel dreigt te worden. Giet daarover een saus met tweede kwartaal bedrijfsresultaten en de markten hebben het superdruk, midden in de vakantie.

FRANK VRANKEN, CHIEF INVESTMENT ADVISOR

Het ging de laatste tijd van kwaad naar erger met de Eurozone. Niet alleen kwam er maar geen oplossing voor de Griekse schuldcrisis maar ook Italië komt onder druk te staan. Wat is er gaande?

Vooreerst is er nog steeds de Griekse kwestie. Het is zonneklaar dat Griekenland in tegenstelling tot de oorspronkelijke doelstelling van het eerste hulppakket niet naar de markt zal kunnen komen voor financiering ergens in 2012. Daarvoor is de rente te hoog en dus verergert dit de situatie alleen maar. Anderzijds is de aflossingskalender van die aard dat Griekenland de volgende jaren vele obligaties terug te betalen heeft. En dus moet Europa terug inspringen of het is "game over" voor de Grieken. Maar dat is zonder Angela Merkel gerekend. De Duitse kanselier eist dat de private sector mee het bad wordt ingetrokken. Dat betekent dat de Europese banken en verzekeraars die eigenaar zijn van Griekse staatsobligaties ook hun duit in het zakje doen. Het idee was dat er een omruiling zou komen van kortlopende obligaties naar langlopende obligaties waaraan een lagere rente gekoppeld is maar met enige garantie van Europa.

Evolutie (in %) van de 2-jarige Griekse rente over de laatste 12 maanden

Bron: Bloomberg

Moody's straft af

Op 25 juli verlaagde Moody's met 3 niveaus (van Caa1 naar Ca) de notering van de Griekse schuld op lange termijn. Het ratingagentschap plaatste Griekenland op die manier op een zucht van wanbetaling.

Een technisch probleem

Maar dat is zonder de ECB gerekend. Wat is het probleem? Huidige obligatiehouders aanzetten of zelfs dwingen tot een gebeurtenis zoals een dergelijke omruiling staat gelijk aan dwang bij de kredietbeoordelaars. Deze zijn onverbiddelijk en zullen een wanbetaling of "default" uitroepen. Dat is precies wat de ECB niet wenst omdat ze dan als onderpand voor de financiering van de Griekse commerciële banken geen Grieks staatspapier meer kan aanvaarden. Dat zou op zich het failliet van de Griekse banken en de economie inhouden en dus de Eurozone op losse schroeven zetten. Daarom werkt men zo ijverig om een andere oplossing te vinden die Frau Merkel kan behagen. Zo is een extra bankenbelasting mogelijk. Of men kan Griekenland geld lenen opdat ze hun obligaties in de secundaire markt terugkopen. Gezien deze met een flinke korting noteren tegenover pari zullen de private spelers die deze verkopen deze korting moeten slikken hetgeen sowieso een bijdrage van hen inhoudt.

Berlusconi versus Tremonti

Alsof Europa nog niet genoeg had aan Griekenland, Portugal en Ierland, is er nog eens Italië bovenop gekomen. De reden daartoe dient bij premier Berlusconi gezocht te worden. Deze vond niets beters om zijn eigen minister van financiën, de heer Tremonti af te vallen in het publiek. Deze laatste heeft echter heel wat krediet bij de financiële markten opgebouwd omdat hij al jaar en dag waakt over het Italiaanse schuldentekort alsook het budget en dat doet op conservatieve wijze. Berlusconi haalde uit naar het besparingsplan dat Tremonti had opgesteld en bijgevolg oordeelden de markten dat hiervan weinig of niets zou in huis komen. Het gevolg laat zich raden: druk op de Italiaanse rente en paniek over de toekomst van de euro.

6,5% is een drempel

Hoe hoog mag de Italiaanse rente echter stijgen vooraleer dit land echt in de penarie zit? Wel, uitgaand van de huidige schuldenlast, de groei en het lichte positieve saldo op de primaire balans is 6,5% rente op de 10-jarige staatsobligatie ongeveer de drempel. Daarboven gaat de schuld zichzelf voeden en komen we mogelijks in een negatieve spiraal terecht. Gezien de markten onlangs deze rente al twee keer tot nipt boven de 6% heeft geduwd is er reden tot ongerustheid. Des te meer omdat Italië gewoon te groot is om zoals bij Griekenland een Europees financieel hulpplan uit te dokteren.

21 juli, de EU top

Steeds als de nood het hoogst is komt Europa met een plan dat erin bestaat om meer Europese integratie op te leggen. Nu opnieuw is dat niet anders en tijdens de laatste top werden er belangrijke stappen gezet. Griekenland krijgt een tweede hulppakket maar zal uiteindelijk schuldverlichting krijgen doordat de aflossingskalender uitgesmeerd wordt en vooral de financieringslast verlaagd wordt. Dat is trouwens ook het geval voor Ierland en Portugal. Verder zal het Europese noodfonds, het EFSF, een quasi kopie worden van het IMF. Het zal kunnen kredieten verstrekken, banken herkapitaliseren en zelfs obligaties kopen in de secundaire markt. De banken en dus de private sector deelt in de klappen en zal een verlaagde terugbetaling van de Griekse schuld maar ook verlenging van de terugbetaaldatum moeten aanvaarden. Een Marshallplan voor Griekenland wordt opgemaakt. De ECB zal een selectieve wanbetaling op sommige Griekse obligaties moeten aanvaarden maar krijgt garanties van het EFSF en kan trouwens bepalen dat ze enkel nog Griekse obligaties aanvaardt die niet onder de omruilingsvoorwaarden vallen.

Marktoverzicht

We kopen weer wat tijd

Ongetwijfeld is het resultaat van de EU top positief te noemen. Maar het is geen garantie op definitief succes. Terwijl de schuldgraad voor Griekenland kan zakken, blijft dit land met grote problemen worstelen en zijn structurele wijzigingen verder noodzakelijk. Het Europese noodfonds beschikt over 440 miljard euro en dit bedrag volstaat niet indien werkelijk de Spaanse en vooral Italiaanse obligatiemarkten terug onder hoogspanning zouden komen te staan. Er is verder geen werk gemaakt van een ééngemaakte Eurozone obligatiemarkt waarbij investeerders uiteindelijk niet meer weten welk land van de Eurozone ze financieren bij aankoop van een dergelijke staatsobligatie. De conclusie is dus ook weer opnieuw dat er tijd werd gekocht maar dat de finale onzekerheid niet werd weggenomen. Maar al bij al heeft mevrouw Merkel zich inschikkelijk getoond en is er vooruitgang geboekt.

Markante feiten op het vlak van de portefeuilles in discretionair beheer

Periode van midden juni tot midden juli

We kunnen niet anders dan vaststellen dat de financiële markten niet in vakantiestemming zijn en heel nerveus blijven wegens de schuldencrisis in Europa en de Verenigde Staten.

In deze context van sterk wantrouwen ten aanzien van bepaalde overheidsemittenten en de dreiging van besmetting naar andere landen blijven wij vrij sereen. We hebben immers een heel lage blootstelling aan staatsleningen in het algemeen en een bijzonder beperkte blootstelling aan de landen in moeilijkheden. De financiële waarden krijgen het ook zwaar te verduren. In dit verband behouden wij een globaal negatieve houding tegenover de sector, die zich vertaalt in een onderweging van de sector in de beheerde portefeuilles.

Het risico op wanbetaling door een van de perifere landen of op een ontbinding van de Eurozone mag dan toegenomen zijn, dit is lang niet ons voornaamste scenario. Daarom handhaven wij onze beleggingsstrategie, namelijk een overweging in aandelen en een onderweging in obligaties.

De bijzonder volatiele marktomstandigheden hebben ons ertoe aangezet - voor alle portefeuilles waarvan het risicoprofiel de aanwezigheid van aandelen aanvaardt, met uitzondering van de asymmetrische portefeuilles - om de risico-rendementsverhouding nog enigszins te optimaliseren.
Hiervoor hebben we een beroep gedaan op een oplossing die het niet alleen mogelijk maakt om - met een hefboomeffect - blootgesteld te blijven aan de prestaties van de Europese index EURO STOXX 50 (50 voornaamste aandelen van de Eurozone), maar ook enige bescherming biedt bij een beperkte daling van deze index op het einde van de voorziene looptijd (2 jaar) van deze oplossing.

Wat de Amerikaanse activa van deze portefeuilles betreft, hebben we besloten lage rendementen van bedrijfsobligaties in USD te arbitreren in het voordeel van Amerikaanse hoogrentende aandelen. Naar ons oordeel volstond de correctie van de maand juni om ons opnieuw voorzichtig op de Amerikaanse aandelenmarkt te begeven, met een voorkeur voor defensieve sectoren en hoge dividenden. We blijven deze thematiek zowel voor de Europese als voor de Amerikaanse aandelen volgen.

Jean-Claude Trichet

> "Ik heb goede hoop dat alle landen van de Eurozone niet alleen hun huidige verplichtingen strikt zullen nakomen, maar dat ze hierop zelfs een voorsprong nemen en gepaste maateregelen zullen nemen, zoals dat het geval is in Italië."
>
> Jean-Claude Trichet, voorzitter van de ECB.

It's the economy, stupid

Waar er geen vooruitgang wordt geboekt is de economie. We hebben sinds geruime tijd te maken met wat tragere groei en analisten spreken van een zomerdipje. Of dit dan wel een dipje is dan wel een ernstigere vertraging is onduidelijk. Zeker is dat het niet de juiste kant op gaat. De indicatoren m.b.t. het ondernemersvertrouwen in Europa zakken naar niveaus die overeenkomen met een ernstige groeivertraging. Dat is niet enkel zo in Europa maar ook in de VS en zelfs in China. Natuurlijk moet men het begrip groeivertraging in het Chinese geval met een stevige korrel zout nemen omdat een vertraging naar 9,5% groei best meevalt. Maar voor het Westen is de situatie meer precair. De huidige groei is nog steeds erg kwetsbaar en het consumentenvertrouwen zou snel kunnen afkalven. Het feit dat de grondstofprijzen in het algemeen erg hoog blijven zal de zaken er niet op verbeteren en ook de bedrijven zien hun winstmarges onder druk komen te staan. Vele economisten gaan ervan uit dat de tweede jaarhelft beter wordt voor de VS. We kunnen alleen maar hopen dat ze gelijk krijgen.

Aandelen in de tang

Is het verwonderlijk dat in al de onzekerheid van de laatste weken aandelen zwak tot zeer zwak waren? Vooral de Europese en dan bij uitstek de bankaandelen waren kop van jut. Amerikaanse aandelen deden veel beter dan de Europese. Hetzelfde geldt voor de aandelen van de ontluikende economieën. Maar niet alleen het schulddebacle had een invloed, ook de groeivertraging en het resultatenseizoen voor het tweede kwartaal speelden een rol. Tot op heden zijn de resultaten voor de bedrijven zeer volatiel en variëren ze heel sterk van onderneming tot onderneming. Wat opvalt is dat de Europese consument het wat laat afweten en dat de veel zwakkere dollar en de hogere olieprijs de vergelijking op jaarbasis met het tweede kwartaal van 2010 allen hun tol eisen. Tevens zijn er slechts weinige bedrijfsleiders die bereid zijn om in hun kaarten te laten kijken voor de rest van het jaar. Het is dus koffiedik kijken. Gelukkig zijn de beurzen op heden in Europa zeer goedkoop. Maar dan mag er wel geen winstimplosie volgen.

Obligaties, een binair geval

Als er paniek is bij de aandelenbeleggers, dan kan je er van op aan dat menige zullen vluchten naar de obligatiemarkten. Dat is slechts deels zo. Obligaties van de beste kwaliteit, namelijk de Duitse staatsobligaties, gingen door het dak, maar alles waar men minder zeker over was leed verlies, in absolute of relatieve termen. Hoogrentende obligaties bijvoorbeeld zijn goedkoper geworden. Maar vooral de staatsobligaties van de perifere Europese landen werden gedumpt. En dus stegen de *spreads* of de renteverschillen tussen Duitse *Bunds* en al de rest. Het was eigenlijk dus vrij binair. Of je had

Evolutie van de pariteit EUR/CHF over de laatste 12 maanden

Bron: Bloomberg

Bunds en topkwaliteit papier die het goed deden, of je had dat niet. Daar komt na de Europese top gelukkig wat verandering in. Maar de toekomst zal uitwijzen hoe het verder gaat.

De euro in de knel

Het spreekt vanzelf dat in het heetst van de strijd rondom de Eurozone, de eenheidsmunt het niet gemakkelijk had. Vooral tegenover de munten die gepercipieerd worden als veilig ging de euro onderuit. Het volstaat om te kijken wat er gebeurde met de Zwitserse frank om te begrijpen welke paniek er heerste op de markten. De munt uit het Alpenland wint op heden nog steeds een goede 8% versus de euro sinds de aanvang van het jaar. De dollar daarentegen kent zijn eigen problemen, immers ook in de VS is er de schuldenproblematiek omtrent het schuldenplafond. Nochtans ging de euro even onderuit tot een niveau van 1,39 versus het groene biljet. Na de EU top zijn we terug flink boven de 1,40 aanbeland. Dat neemt niet weg dat de euro op basis van de theorie van de koopkrachtenpariteit nog steeds duur is. Het omgekeerde geldt voor de USD.

De ECB versus de FED

De verrassing dit jaar was ongetwijfeld het feit dat de ECB, voor het eerst in haar bestaan, vóór de FED en niet na de FED, de rente verhoogde. Ondertussen zijn we van 1% naar 1,50% gegaan en blijft de vraag of de ECB nog meer verstrakking moet toepassen. Zoals geweten houdt de ECB in principe voor haar beslissingen enkel rekening met de inflatie. Deze staat nog steeds te hoog rondom de 2,7%. Maar omwille van basiseffecten zou de Europese inflatie moeten dalen na de zomer. De vraag is dan ook of de ECB de rente tot 2% zou kunnen optrekken tegen het einde van dit jaar. Dat was alvast wat bleek uit de recente verwachtingen van de financiele markten. Nu de economie wat meer sputtert is die verwachting wat teruggevallen naar 1,75%. Dat lijkt realistischer maar zal ook afhangen van de toekomstige cijfers. Aan de andere zijde van de Atlantische Oceaan is er minder twijfel. De FED laat hoegenaamd niet blijken dat er een rentestijging aankomt, eerder het tegendeel. Meer kwantitatieve versoepeling lijkt niet volledig uitgesloten.

Grondstoffen boven

Edele metalen, en goud in het bijzonder, genieten nog steeds van hun status als vluchtoord. Niet verwonderlijk. Als men twijfelt over de kwaliteit van staatspapier en de baas van de Amerikaanse centrale bank speelt met het idee om indien nodig wat geld bij te drukken, dan is het gele metaal een zeker alternatief. Immers, de belegger wenst dan tastbare activa in zijn portefeuille en geen obligaties of papiergeld van twijfelachtige debiteuren. Maar ook de prijs van olie blijft sterk noteren. De laatste OPEC-meeting waarbij beslist werd om geen quotaverhogingen toe te laten zit daar natuurlijk voor iets tussen. Toch willen we waarschuwen voor al te veel optimisme. De prijs van grondstoffen is in het algemeen afhankelijk van de economische groei en die is zoals eerder gesteld onzeker.

Evolutie van de goudprijs in USD over de laatste 12 maanden

Bron: Bloomberg

ECONOMIE

(Bron: Bloomberg Consensus en IMF)

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

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

RENTE

(Bron: BNP Paribas Fortis)

RENTEVOORUITZICHTEN (in %)			
3M RENTE	01.08.2011	3m	12m
Eurozone	1,50	1,50	1,75
Verenigd Koninkrijk	0,50	0,50	0,75
Verenigde Staten	0,25	0,25	0,50
Japan	0,10	0,10	0,10
RENTE OP 10 JAAR	01.08.2011	3m	12m
Eurozone	2,54	3,25	3,60
Verenigd Koninkrijk	2,86	3,50	4,00
Verenigde Staten	2,80	3,30	3,90
Japan	1,08	1,20	1,50

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

(Bron: Bloomberg)

MUNTEN

(Bron: BNP Paribas Fortis)

MUNTVOORUITZICHTEN			
MUNTEN	01.08.2011	3m	12m
USD	1,44	1,40	1,30
GBP	0,88	0,90	0,80
JPY	110,86	119,0	118,0

GRONDSTOFFEN

(Bron: Bloomberg Consensus)

GRONDSTOFFEN	VOORUITZICHTEN		
	01.08.2011	Q4/2011	2012
Olie (Brent)	119	112	111
Goud	1.617	1.500	1.400

AANDELEN

(Bron: Bloomberg)

BEURZEN	VERLOOP (in %)		
	op 1 maand	sedert 01.01.11	over 2010
Europa - Euro Stoxx 50	-6,9	-4,1	-5,8
Europe - Euro Stoxx 600	-6,4	-3,9	-0,1
België - Bel20	-5,7	-5,5	2,7
Nederland - AEX	-2,9	-6,1	5,7
Frankrijk - CAC40	-7,8	-2,9	-3,3
Duitsland - DAX	-3,0	4,1	16,1
Verenigd Kon. - FTSE 100	-1,5	0,0	9,0
Zwitserland - SMI	-7,3	-10,1	-1,7
Verenigde Staten - S&P500	-3,5	2,8	12,8
Japan - Nikkei 225	1,0	-2,6	-3,0
Brazilië - Bovespa	-7,2	-15,1	1,0
Rusland - Micex	2,2	2,8	23,2
India - Sensex	-2,4	-10,7	17,4
China - Shangai Composite	-2,0	-3,7	-14,3

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

HET MOMENT VAN DE WAARHEID VOOR DE EUROZONE

UITBREIDING HALT TOEGEROEPEN

De jongste EU top is weer een stap in de goede richting en brengt weer wat meer Europese integratie. Dat neemt niet weg dat de obligatiecrisis voor heel wat volatiliteit zorgde. Niet alleen relatief kleine landjes, zoals Griekenland, Portugal en Ierland, maar ook reuzen zoals Spanje en Italië lagen reeds onder vuur. Hoe ziek zijn deze landen nu echt en wat kan er aan gedaan worden? Een bondig overzicht.

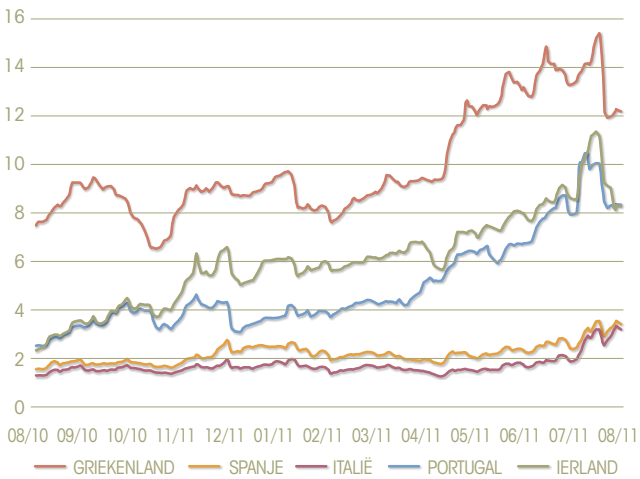
GEERT RUYSSCHAERT, SENIOR STRATEGIST, & KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB

Met de speculatieve aanvallen op Italië en Spanje was de Europese schuldencrisis in een nieuwe en potentieel gevaarlijke fase beland. Kleine landjes kan men mits de nodige politieke wil nog het hoofd boven water houden, bij grote landen is dat veel moeilijker. Als de speculatie tegen deze laatste aanhoudt, kan dat het bestaande financieel bestel op losse schroeven zetten en *in extremis* ook de Eurozone in zijn huidige vorm bedreigen. Een chaotische ontbinding van de Eurozone zou voor de hele wereldeconomie dramatische gevolgen hebben. Alles zal dan ook in het werk gesteld worden om zo'n scenario te vermijden. Vraag is welke wapens we daarbij kunnen gebruiken.

Speculatiegolven worden door zowel objectieve als subjectieve factoren beïnvloed. Je kan als land alles doen om orde op zaken te stellen, toch blijft het afwachten of de markt die inspanningen voldoende zal vinden. Vooroordelen en kuddegeest voeden mee de perceptie. Daarbij geldt dat het makkelijker is het vertrouwen van de markt kwijt te spelen dan te herwinnen. Voor elk land is de eerste boodschap dan ook door een degelijk financieel beleid uit de schijnwerpers van de speculanten te blijven. Lukt dit niet, dan moeten strenge besparingsplannen de twijfels over de terugbetalingscapaciteit van de schuld doen verdwijnen. Heeft men nog meer overtuigingskracht nodig, dan komt het eengemaakte Europa in beeld, met als zinnebeeld de Muntunie.

Aangezien devalueren binnen de euroconstellatie niet kan, is het logisch dat er solidariteitsmechanismen tussen de eurolidstaten bestaan. Solidariteit impliceert ook meer controle, wat neerkomt op een grotere overdracht

Hoe hoger de rente, hoe groter het wantrouwen. Het pessimisme ten aanzien van Griekenland is oneindig veel groter dan ten aanzien van het duo Spanje en Italië. Ierland en Portugal bekleden een middenpositie.
Verloop van de 10 jaars-*spread* van de PIIGS-landen t.o.v. Duitsland



Bron: Bloomberg

van soevereiniteit naar Europa. De voorbije maanden is al heel wat verwezenlijkt. We denken onder meer aan de omvangrijke hulpprogramma's en de creatie van een Europees stabiliteitsmechanisme. Maar als de speculatie tegen grote landen herneemt of heropflakkert, gaan we het daarmee alleen wellicht niet rooien.

Meer bevoegdheden voor de bestaande instellingen of de uitgifte van obligaties op het niveau van de Eurozone kunnen wel een oplossing bieden. Dit veronderstelt echter een hele omwenteling in de geesten van nog steeds sterk in nationale termen denkende politici. De voorbije maanden hebben bewezen dat eenmaal met de rug tegen de muur Europa grote sprongen voorwaarts kan maken. Ook al omdat het alternatief, een chaotische ontbinding of opsplitsing van de Eurozone, voor niemand een optie is.

ITALIË

Enkele ondoordachte uitlatingen van Berlusconi hebben de markten doen twijfelen over de ernst waarmee het land zijn schuldenlast (inmiddels 120% van het BBP) aanpakt. Normaliter zou een streng saneringsplan moeten volstaan om het land terug op het goede spoor te zetten. Italië kent geen vastgoedcrisis en zijn banksector is relatief ongehavend uit de crisis van 2008 gekomen. Het begrotingstekort behoort tot de laagste in Europa en de Italianen financieren zelf voor meer dan de helft hun staatsschuld. Een aandachtspunt is wel de verzwakte concurrentiepositie die de economische groei en de export aantast.

Ons advies: houden

SPANJE

De extreem hoge werkloosheid en zware vastgoedcrisis hebben de economische groei in Spanje verlamd en de centrale staat opgezadeld met een stevig gat in de begroting. De staatsschuld was voor het uitbreken van de crisis erg laag, maar stijgt nu pijlsnel. Gelukkig doet de regering haar uiterste best om via een streng bezuinigingsbeleid orde op zaken te stellen. Tegelijk probeert ze met een brede fusiebeweging bij de regionale banken de factuur van de vastgoedcrisis onder controle te houden. Nu is het opnieuw zoeken naar groei.

Ons advies: houden

PORTUGAL

Portugal lijdt vooral aan een schrijnend gebrek aan concurrentiekracht. Het land heeft de verruiming van de Europese Unie richting Centraal- en Oost-Europa slecht verteerd. Daar bovenop kwam nog de schok van 2008 die de staatschuld fors de hoogte in stuurde. Het land kreeg een hulpprogramma van Europa en het IMF. Om het schuldenprobleem controleerbaar te houden voert de kersverse regering Coelho een hard besparingsbeleid.

Ons advies: houden

IERLAND

De kern van het Ierse probleem is de omvangrijke financiële sector. De instorting van de huizenmarkt vanaf 2008 leidde tot zware verliezen op de aanzienlijke portefeuilles van hypotheekleningen bij de Ierse banken. Een grondige hervorming van de financiële sector en een strikt besparingsprogramma worden momenteel doorgevoerd. De brede politieke consensus binnen de regering van premier Enda Kenny effent het pad naar een positief resultaat. Het is een realistische verwachting dat zowel de lopende rekening als de economische groei dit jaar al terug positief zullen zijn. De sterk opgelopen schuld en de blijvende onzekerheid rond de financiële sector zijn nu de cruciale uitdagingen.

Ons advies: houden

GRIEKENLAND

Griekenland heeft alle moeite van de wereld om de draconische besparingsmaatregelen uit te voeren. Deze blijken bovendien onverzoenbaar met een verbetering van de economische fundamenten. De economie krimpt en de schuldenberg stijgt nog steeds. Het is daarom duidelijk dat een tweede reddingsplan nodig was. Een bankroet van Griekenland kan immers een schokgolf door de markten sturen via een besmetting van andere perifere landen. Via een tweede reddingsplan proberen de EU en het IMF vooral tijd te winnen om het besmettingsrisico in te dijken. De verlenging van de gemiddelde looptijd van de Griekse schuld en een lagere rentevoet brengen enigszins soelaas. Private obligatiehouders werden mee in het bad getrokken.

Ons advies: looptijden tot 2013 houden; rest mijden

DE FINANCIËLE CRISIS HEEFT HET OBLIGATIELANDSCHAP DOOREEN GESCHUD

Geen zekerheden meer

De financiële crisis heeft sommige lang geldende wetmatigheden overhoopgegooid. Gezien de sluimerende onzekerheid over het tempo van het economische herstel en de uitkomst van de overheidsschulden in de Eurozone en in de VS geldt voor de belegger meer dan ooit: diversifieer uw obligatieportefeuille.

KRISTOF WAUTERS INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME & FOREX PRB

Bij veel beleggers leeft de overtuiging dat het rendement van een obligatieportefeuille een forse boost kan krijgen door het gewicht van industriële bedrijfsobligaties met een wat lagere rating aan de portefeuille toe te voegen in de plaats van financiële obligaties of overheidsobligaties. We hebben het dan over bedrijfsobligaties met een BBB rating (wel nog investment grade dus, zoals te zien is in het overzicht hiernaast). Het tegendeel is in de huidige financiele markten echter vaak het geval.

RATINGOVERZICHT

S&P's/Fitch	Moody's
AAA	Aaa
AA+	Aa1
AA	Aa2
AA-	Aa3
A+	A1
A	A2
A-	A3
BBB+	Baa1
BBB	Baa2
BBB-	Baa3
BB+	Ba1
BB	Ba2
BB-	Ba3
B+	B1
B	B2
B-	B3
CCC+	Caa1
CCC	Caa2
CCC-	Caa3
CC	Ca
C	C
D	D

INVESTMENT GRADE

RISING STARS

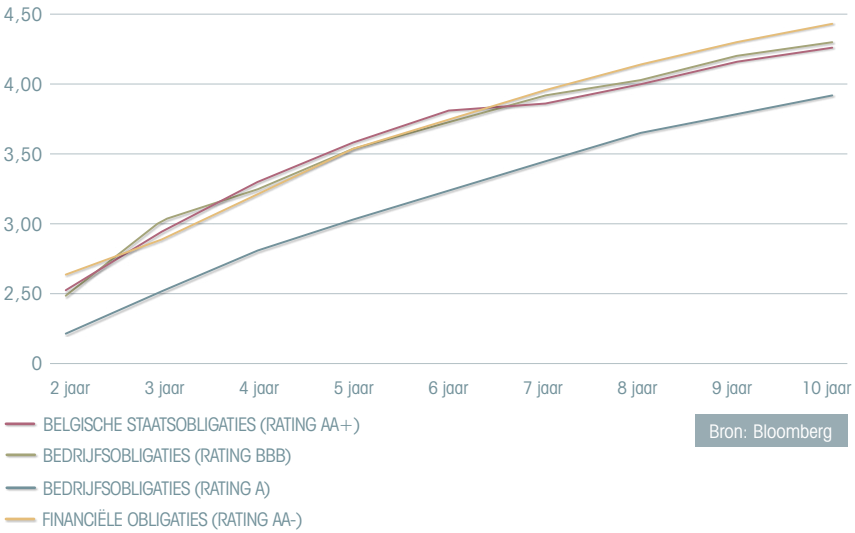
FALLEN ANGELS

HIGH YIELD (SPECULATIVE GRADE)

Vroegere wetmatigheden gelden niet langer

Tot een vijftal jaar geleden was de obligatiemarkt nog grotendeels als volgt gestructureerd: het veilige deel van de portefeuille kon relatief zonder zorgen geïnvesteerd worden in Europese staatsobligaties. Een iets hoger rendement was te vinden bij de obligaties van financiële instellingen. Bedrijfsobligaties met een BBB rating boden een nog hoger rendement. Binnen de staatsobligaties was er zelfs amper een renteverschil tussen Duits, Belgisch, Grieks of Spaans staatspapier.

Rentecurve van Belgische staatsobligaties (rating AA+), financiële obligaties (rating AA-) en bedrijfsobligaties (rating A en rating BBB)



Bron: Bloomberg

Door de financiële crisis is het obligatielandschap echter grondig dooreen geschud. Staatsobligaties zijn niet langer de veilige haven waar beleggers hun geld zorgeloos kunnen parkeren en ook financiële instellingen moeten momenteel een relatief grote risicopremie betalen om geld op te halen op de financiële markten. Bij veel van de (BBB) bedrijfsobligaties zagen we de omgekeerde beweging. Een sterke focus op kostenbesparingen en een voorzichtige investeringspolitiek hebben er voor gezorgd dat deze bedrijven veel cash op de balans hebben in afwachting van een robuuste verbetering van de economie. Het gevolg hiervan is dat deze bedrijven de afgelopen kwartalen slechts zelden naar de primaire markt kwamen om vers geld op te halen en dat de bedrijfsobligaties op de secundaire markt vaak behoorlijk duur geworden zijn. De grafiek hiernaast geeft een goed beeld van de situatie op de obligatiemarkt vandaag.

We zien dat voor looptijden van twee tot tien jaar Belgische staatsobligaties (AA+ rating), obligaties van financiële instellingen met een AA- rating en BBB bedrijfsobligaties zeer vergelijkbare rendementen bieden. Bedrijfsobligaties met een A rating zitten daar nog een pak onder.

CONCLUSIE

Hieruit kunnen we besluiten dat de rating van een obligatie zeker niet het enige criterium mag zijn waar beleggers hun investeringsbeslissingen op baseren. Het is veel belangrijker om een gezonde spreiding te hebben naar sectoren en obligatieklassen toe, dan louter op basis van de rating die er door een kredietwaardigheidbeoordelaar wordt opgekleefd. Diversificatie is dus de boodschap.

TER ILLUSTRATIE: INDIVIDUELE OBLIGATIES UIT DE BESPROKEN CATEGORIEËN (INDICATIEVE KOERSEN 01/08/2011)

ISIN-Code	Naam	S&P	Moody's	Coupon	Vervaldag	Koers (in %)	Bruto rend.	Netto rend.
BE0000306150	Belgium Kingdom	AA+	Aa1	3,750%	28.09.2015	101,70	3,30%	2,75%
BE0000309188	Belgium Kingdom	AA+	Aa1	4,000%	28.03.2017	101,42	3,71%	3,12%
FR0011076447	Vivendi SA	BBB	Baa2	3,500%	13.07.2015	101,54	3,08%	2,56%
DE000A1C92S3	Metro Finance BV	BBB	Baa2	4,250%	22.02.2017	104,25	3,39%	2,77%
XS0562884733	Schlumberger Finance BV	A+	A1	2,750%	01.12.2015	101,44	2,39%	1,99%
FR0010952739	GDF Suez SA	A	A1	2,750%	18.10.2017	98,89	2,95%	2,53%
XS0495946310	Barclays Bank PLC	AA-	Aa3	3,500%	18.03.2015	100,72	3,28%	2,76%
XS0558893094	HSBC Bank PLC	AA	Aa2	3,125%	15.11.2017	98,36	3,42%	2,94%

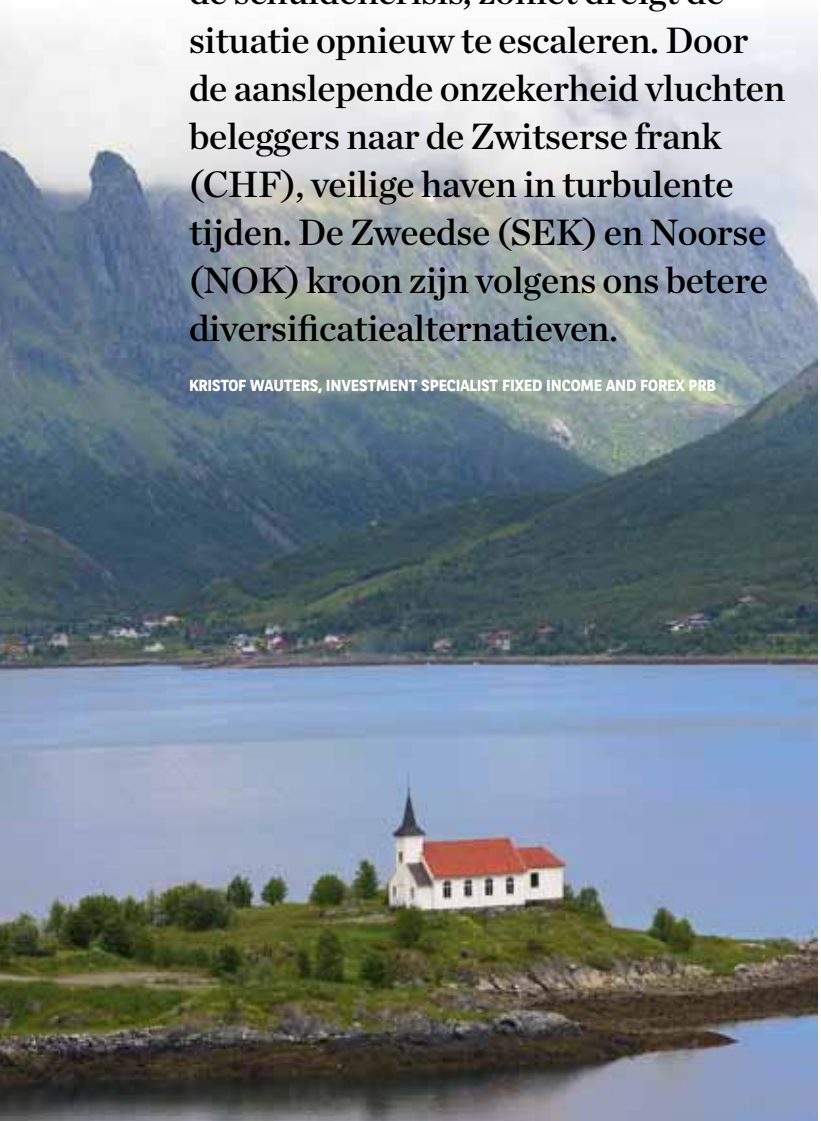
Bron: Bloomberg

DIVERSIFIEER UW OBLIGATIEPORTEFEUILLE

VERKIES DE NOK EN DE SEK BOVEN DE CHF

De Eurozone staat stilaan voor het moment van de waarheid. Er moet op korte termijn een definitieve en geloofwaardige oplossing komen voor de schuldencrisis, zoniet dreigt de situatie opnieuw te escaleren. Door de aanslepende onzekerheid vluchten beleggers naar de Zwitserse frank (CHF), veilige haven in turbulente tijden. De Zweedse (SEK) en Noorse (NOK) kroon zijn volgens ons betere diversificatiealternatieven.

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB



Vlucht naar CHF niet aan te raden

Onderstaande grafiek (aantal euro per Zwitserse frank) zegt veel, zoniet alles, over de evolutie van de risicoaversie bij beleggers. De CHF vervult zijn rol als vluchtmunt in onzekere tijden met verve. Sinds het uitbreken van de financiële crisis eind 2007 apprecieerde de Zwitserse frank ruim 40% t.o.v. de euro. De relatief gezonde groei van de Zwitserse economie, voornamelijk ondersteund door een sterke exportbasis, is ruim onvoldoende om de scherpe stijging van de CHF te verklaren. Integendeel, de dure munt zadelt de Zwitserse exportsector stilaan op met een concurrentieel nadeel op de internationale markt. Aan het huidige niveau vinden wij de Zwitserse frank geen valabel alternatief voor de euro. Bovendien is de rente in Zwitserland zo laag[1] dat het rendement

Evolutie van de Zwitserse frank tegenover de euro sinds 1999 (aantal EUR per CHF)

Bron: Bloomberg

SELECTIE VAN OBLIGATIES IN NOK EN SEK (INDICATIEVE PRIJZEN OP 1 AUGUSTUS 2011)									
	ISIN-code	Naam	S&P	Moody's	Coupon	Vervaldag	Koers (in %)	Brutorendement	Nettorendement
SEK	XS0528411357	Rabobank Nederland	AAA	Aaa	2,25%	29.07.2013	98,83	2,86%	2,52%
	XS0634845555	Daimler Intl Finance BV	BBB+	A3	3,75%	10.06.2014	102,71	2,75%	2,19%
	XS0590975396	BK Nederlandse Gemeenten	AAA	Aaa	4,00%	16.02.2016	103,38	3,18%	2,60%
	ISIN-code	Naam	S&P	Moody's	Coupon	Vervaldag	Koers (in %)	Brutorendement	Nettorendement
NOK	XS0617259030	Volkswagen Fin. Serv. NV	A-	A3	4,25%	15.04.2014	101,77	3,55%	2,92%
	XS0496266148	KFW	AAA	Aaa	3,75%	25.09.2015	101,23	3,43%	2,87%
	XS0579835314	Rabobank Nederland	AAA	Aaa	4,00%	25.01.2016	101,07	3,73%	3,14%
	XS0642335995	General Electric Cap. Corp.	/	Aa2	4,50%	30.06.2016	100,86	4,30%	3,63%

Bron: Bloomberg

van een obligatiebelegging in CHF quasi volledig moet komen van een appreciatie van de munt. Tenzij het apocalyptische scenario van het einde van de Eurozone uitkomt (duidelijk niet ons basisscenario), zien we echter weinig verder appreciatiepotentieel voor de CHF.

NOK en SEK hebben heel wat potentieel

Vluchten naar CHF is niet onze favoriete strategie, maar dit wil niet zeggen dat u als belegger geen andere opties heeft. Een gezonde diversificatie van uw obligatieportefeuille blijft één van de belangrijkste beleggingscriteria. Een spreiding over verschillende emittenten, maar ook over verschillende munten is in de huidige volatiele marktomgeving cruciaal. We geloven niet in het uiteenvallen van de Eurozone[2] omdat dit de slechtst mogelijke en duurste uitkomst is voor alle betrokken partijen (ook voor Duitsland), maar we vinden gezien de enorme uitdagingen waar de Europese muntunie voor staat wel dat de euro momenteel te duur is en de komende kwartalen zal depreciëren.

De Noorse en de Zweedse kroon zijn onze favoriete munten om uw obligatieportefeuille te diversifiëren. Deze Scandinavische landen delen een aantal economische karakteristieken waar menig land uit de Eurozone enkel kan van dromen.

In de eerste plaats wat de **fiscale situatie** betreft. Zweden en Noorwegen worden niet belaagd door de ernstige schuldenproblematiek die als een donderwolk boven de Eurozone hangt. De AAA-rating van beide landen staat niet ter discussie en ook op de CDS[3]-markt worden Noorwegen en Zweden aanzien als één van de veiligste landen ter wereld. De overheidsschuld is in beide landen lager dan 50% van het BBP[4].

Omdat Zweden en Noorwegen niet in een monetaire unie zitten en dus een eigen munt hebben, is er op **monetair vlak** veel meer ruimte om een flexibel beleid te voeren op maat van de economie. Zweden en Noorwegen hebben tijdens de economische crisis zowel op monetair als op fiscaal vlak een gecoördineerd en uiterst soepel beleid gevoerd waar ze nu de vruchten van plukken. Vooral in Zweden is het economische herstel indrukwekkend. Vorig jaar groeide de Zweedse economie met 5,5% en ook voor dit jaar wordt een forse **BBP-groei** van 4,6% verwacht. De rente werd in Zweden en Noorwegen ondertussen respectievelijk 7 en 4 keer opgetrokken en verdere **renteverhogingen** liggen in het verschiet. Dit zal beide munten blijven ondersteunen.

Ook de **lopende rekening**[5] in Zweden en Noorwegen vormt een ondersteunende factor voor de munt. Beide landen hebben een comfortabel overschot dankzij een florerende exportsector (Zweden) en een indrukwekkende bodemrijkdom (Noorwegen heeft grote olie- en gasreserves). Tenslotte is ook de **werkloosheidsgraad** vrij laag in vergelijking met de Eurozone (7,9% in Zweden en 3,4% in Noorwegen t.o.v. 10% in de Eurozone).

1. De 10-jaarse overheidsrente in Zwitserland staat op 01/08/2011 aan 1,31% (tegen 2,58% in Duitsland en 4,27% in België).
2. Zie het artikel over de PIIGS verder in deze Invest News
3. CDS = credit default swap. Dit is een overeenkomst tussen twee partijen waarbij het kredietrisico van een derde partij wordt overgedragen.
4. BBP = bruto binnenlands product of de totale waarde van alle goederen en diensten dat een land gedurende een bepaalde periode voortbrengt.
5. De lopende rekening is het saldo van goederen, diensten, inkomensoverdrachten en transfers met het buitenland.

STRENGERE NORMEN VOOR DE SYSTEEMBANKEN

Aanhoudende STRESS

Zijn de Europese stresstestresultaten eerder een non-event en de strengere Bazel III-normen voor de meeste banken haalbaar, dan is een verder escalerende PIIGS-crisis momenteel de grootste risicofactor voor de Europese banken. In afwachting van een afdoende oplossing blijven we daarom voorzichtig voor deze waarden.

RUDY DE GROODT, SENIOR EQUITY SPECIALIST

Bazel III: verstrenging in stappen (SIFI)

In juni en september 2010 werden al de grote lijnen van Bazel III voor internationale banken bekend gemaakt. Naast een gefaseerde invoering (2013-2018) van strengere kapitaalnormen (*Core Tier 1-ratio* of CT1 van minimaal 7% van de risicogewogen activa) en grotere liquiditeitsvereisten, wordt een maximale schuldhefboomratio opgelegd (*leverage ratio* van 3%). Dit internationaal bankenakkoord moet het bancaire systeem minder risicovol maken en aldus bijdragen tot een vertrouwensherstel. Recent heeft de Bazelregelgever bovendien de extra kapitaalbuffer voor globale systeembanken (de zgn. *G-SIFI of Global Systemically Important Financial Institutions*) verder uitgewerkt. Grootbanken zullen in functie van hun systeembelangrijkheid een zuiver surplus-kapitaal tussen 1% en 2,5% (3,5% in uitzonderlijke gevallen) moeten aanhouden. Concreet komt voor grootbanken de Bazel III-kapitaalnorm tussen 8% en 10,5% te liggen versus 7% voor niet-systeembanken, dit met een gefaseerde invoering tussen 2016 en 2019. Ondanks een relatief lange overgangsperiode van 6 jaar die de banken voldoende tijd geeft om via interne/externe kapitaalgeneratie aan al deze nieuwe normen te voldoen, houdt de markt al rekening met een strengere kapitaalnorm (CT1-ratio) van ca. 10% tegen begin 2013. Hoewel deze strengere normen voor de meeste banken haalbaar zijn, zullen we wel op de winstgevendheid drukken.

Stresstests II: eerder een non-event

Na bancaire stresstests in 2010 die echter niet konden verhinderen dat de geslaagde Ierse banken amper enkele maanden na publicatie in de problemen kwamen, heeft de nieuwe Europese bankentoezichthouder (EBA) de testcriteria verzwaard. Niet alleen werd de vereiste kapitaalbuffer strikter gedefinieerd (CT1-ratio van minstens 5% bestaande uit vooral zuiver kapitaal), ook de gesimuleerde scenario's werden strenger. Dit met de bedoeling te testen of en in welke mate Europese banken met hun huidige kapitaalbasis zware economische en financiële schokken kunnen opvangen. Van de 90 onderzochte banken (goed voor ca. 65% van alle Europese bankactiva) slaagden 8 kleinere banken niet voor de tests (niet verwonderlijk 5 Spaanse, 2 Griekse en 1 Oostenrijkse bank) met een totaal kapitaaltekort van 2,5 miljard EUR. Van de geslaagde banken zaten 16 banken nipt boven maar dicht tegen de vereiste 5%-kapitaalnorm (tussen 5 en 6%). Terwijl de gefaalde banken hun kapitaalbasis via de private markt of via de hulp van de overheid moeten aanvullen tot boven de 5%-drempel, raadt de EBA ook de nationale toezichthouders van de nipt geslaagde banken aan kapitaalversterkende maatregelen te nemen. Dat de testresultaten qua kapitaaltekort niet alleen beter zijn dan deze van 2010, maar bovendien beter uitvallen dan de markt had verwacht, danken de banken aan circa 50 miljard EUR opgehaald kapitaal tussen januari en april 2011. Hierdoor kon het aantal banken dat eind 2010 niet slaagde in de *stresstests* verminderd worden van 20 tot 8 banken en daalde het kapitaaltekort van 26,8 miljard EUR tot slechts 2,5 miljard EUR. Hoewel geen enkele grootbank faalde en de grotere transparantie een pluspunt is, beschouwt de markt de testresultaten eerder als een non-event. Immers, er is nog steeds twijfel over de voldoende strengheid van de tests. Bovendien blijft de belangrijkste kritiek van de vorige test overeind, nl. het niet testen van de grote post overheidsobligaties (zeker deze van de PIIGS) in het belangrijke bankboek (circa 80% van het totaal). Tenslotte wordt niets gepubliceerd over de financiering en liquiditeitstoestand van de betrokken banken, mogelijk nog belangrijker dan de solvabiliteit zelf in tijden van crisis.

PIIGS-crisis: een snelle oplossing graag!

Hoewel de stresstesten eerder een non-event en de strengere regulering (Bazel III-normen, bankbelastingen, etc.) voor de meeste banken verteerbaar zijn, is de huidige Europese schuldencrisis, zeg maar de PIIGS-crisis, een potentieel groter probleem. Door de grote blootstelling aan overheidspapier en andere kredieten aan vooral perifeer Europa dreigen banken bij een verdere escalatie aanzienlijke minwaarden op deze posities te moeten boeken (via hun eigen vermogen of resultatenrekening). Dit kan hun kapitaalbasis danig verzwakken waardoor een nieuwe ronde reddingsoperaties noodzakelijk wordt. Zijn de 3 kleine "pigs" (Griekenland, Ierland en Portugal) voor de meeste banken immers nog beheersbaar qua kosten, winst- en kapitaalimpact, dan dreigt een verdere besmetting van de grote "pigs" (Spanje en recent vooral Italië) voor een nieuwe systeemcrisis te zorgen. Door de grootte van hun economie, overheidsschuld en financieel systeem zijn deze landen "too-big-to-bail-out" (te groot om te redden). Dit zou bovendien desastreuze gevolgen hebben voor de interbankenmarkt, een belangrijke financieringsbron tussen banken onderling. Een snelle, definitieve en voor iedereen (ratingagentschappen, private investeerders, etc.) aanvaardbare oplossing voor de Griekse kwestie en de andere PIIGS-landen door politiek Europa is daarom essentieel. Hoe langer men hiermee wacht, hoe groter de schade en duurder de factuur wordt. Zolang geen afdoende oplossing hiervoor in zicht is, vrezen we dat de PIIGS als een zwaard van Damocles boven de bankkoersen blijven hangen.

CONCLUSIE: VOORZICHTIGHEID TROEF

Hoewel de Europese banksector momenteel onder de boekwaarde en tegen amper 1 keer de tastbare boekwaarde noteert (historisch goedkoop, maar nog niet supergoedkoop), zijn de risico's door het besmettingsgevaar richting grotere PIIGS momenteel erg groot. Voorzichtigheid is daarom troef. Zolang er geen afdoende oplossing voor deze crisis uit de bus komt, blijven we daarom onderwogen in de Europese bankwaarden en blijven we verder de sterkste spelers binnen de sector verkiezen.

TERUGBLIK OP HET EERSTE HALFJAAR EN VOORUITZICHTEN

NIET ZO SLECHT

De BEL20 sloot het eerste halfjaar af met een daling van amper 0,2%. Rekening houdend met de dividenden noteerden we een positieve return van 2,5%. De STOXX Europa 600 verloor 1%, maar inclusief dividenden was er een positieve return van 1,5%. Geen slechte rapporten, gezien de omgeving.

SANDRA VANDERSMISSEN & RUDY VANDORPE, SENIOR EQUITY SPECIALISTS

In 2010 en het eerste kwartaal van 2011 realiseerden bedrijven nog zeer sterke resultaten. Maar toch maakten we ons wat zorgen. Grondstoffen- en energieprijzen bleven stijgen, terwijl de westerse (Europa en de VS) staatsschuld de groei kon hypothekeren. Naar het eind van het semester stelden we vast dat de consument begon af te haken. Algauw werden we her en der getrakteerd op winstwaarschuwingen (Philips, Carrefour, Akzo Nobel, CSM,...en/of tegenvallende resultaten (Colruyt). Voor de komende maanden blijven we eerder defensief gepositioneerd, al mogen selectief een aantal goedkope cyclische waarden toegevoegd worden.

BELGISCHE AANDELEN

Solvay was één van de uitschieters. Het aandeel was geruime tijd niet geliefd omdat het te lang op de berg cash bleef zitten na de verkoop van de farmaceutische divisie. Na de aankondiging van de acquisitie van Rhodia en stevige eerste kwartaalcijfers ging de koers flink de hoogte in. Het aandeel sloot het eerste kwartaal af als één van de absolute winnaars in België met een stijging van 33,6%. Vreemd genoeg lijken velen tegen deze veel hogere koersen plots wel geïnteresseerd. Boven 100 EUR en gezien de economische context zijn wij eerder geneigd om winst te nemen.

Andere uitschieter was **UCB** (koerssprong van meer dan 20%). We raadden het aandeel geruime tijd aan als langere termijninvestering na de verkregen goedkeuringen van nieuwe medicijnen. Het farmaceutisch concern had lange tijd last van het wegvallen van patenten (onder meer Zyrtec). Maar het bedrijf bouwde/kocht ondertussen een nieuwe productportefeuille. Na een interview met de CEO is een deel van de toekomstige groei in de koers vervat. We wijzigden ons advies van Kopen naar Houden.

Met een daling van 40% was **Bekaert** één van de grote ontgoochelingen. De lieveling van vele beleggers maande bij de publicatie van de eerste kwartaalresultaten aan tot voorzichtigheid. Onder meer extra capaciteit in de markt en prijsverlagingen op een aantal producten (vooral in hoge margebusiness van zaagdraad) zouden de marges wat kunnen drukken. Dit was het startschot bij beleggers om het aandeel te beginnen verkopen. Wij denken dat er nu een overdreven pessimisme heerst en dat een koers van ca. 50 EUR-60 EUR een mooi niveau is om posities op te bouwen.

Naast Bekaert zien wij onder andere **Colruyt** (na licht teleurstellende resultaten), **Delhaize** (goedkope waardering en groeipotentieel na afbouw schulden), **Belgacom**, **GBL** en **Melexis** op een interessant instapniveau.

EUROPESE AANDELEN

Binnen de in ons universum opgenomen aandelen in Europa, kwam de beste prestatie van Volkswagen (Pref +20%). Nog in het eerste kwartaal verhoogden we onze aanbeveling voor de **autosector** naar neutraal.

Ericsson (+16%) en SAP (+11%) ondersteunden de **technologiesector**, waarvoor we een positieve aanbeveling hebben. Deze sector herbergt Nokia (-46%), maar de waarde is klein geworden. Ericsson wordt gedreven door een goedkope waardering en aantrekkende investeringen in mobiele telecommunicatie-infrastructuur.

De **farmaceutische sector** was sterk en profiteerde van Sanofi (+15%) en van GlaxoSmithKline (GSK +11%). Zoals in een vorige editie geschreven zijn drijfveren: waardering; eerste kwartaalresultaten voor het eerst in lang minstens in lijn; hernieuwd vertrouwen in de capaciteit om de winst per aandeel op zijn minst op peil te houden.

Het trio Heineken (+15%), Danone (+10%) en L'Oréal (+8,5%) gaf de **sector van de producenten van niet-duurzame consumentengoederen** een duw in de rug. Heineken was één van onze topaanbevelingen en lijkt op weg om marge- en groeiachterstand met AB Inbev weg te werken. CSM, waar we onder meer de lange termijn bio-plastics groeidrijfveer spelen, waarschuwde voor de tijdelijke impact van hogere grondstofkosten.

De zwaargewichten in de **energiesector** zetten een vlakke prestatie neer (Total -1%), alhoewel er een mooi dividendrendement is. Beste prestaties kwamen van SBM Offshore (+10%) en BG Group (+9%), verhalen die samenhangen met Petrobras.

Zonder het mooie dividendrendement zou de prestatie van de **telecommunicatiesector** negatief zijn. In de loop van het tweede kwartaal verlaagden we onze sectoraanbeveling naar neutraal. Negatief is de nood aan meer investeringen in een sector zonder groei. Positief is de waardering.

Op een paar uitzonderingen na (BASF +15%, Alstom +15%, Saint-Gobain +11%) stelden bedrijven uit **sectoren van grondstoffen** (Arcelor -13%) **en fabricaten en uit de bouw** (Imtech -22%) teleur. Dit omwille van de restrictieve monetaire politiek in China, vitaal voor de staal- en mijnwaarden, en de verzwakking van de economieën in het Westen. Ook was er de winstwaarschuwing van Philips (-25%). We behouden een koop-advies. De belangrijke medische divisie blijft goed draaien en we geloven in het nieuwe management. De **nutssector** leed onder de vrees voor hogere belastingen (GDF Suez -13%) en de Duitse anti-nucleaire politiek (E.On -18%). Wel blijft het gasprijs-verhaal positief. Slechtste prestatie kwam van de **financiële sector,** al waren er uitzonderingen (AXA +17%).

We blijven eerder defensieve waarden spelen (Total, Fugro, GDF Suez, Roche, Novartis, CSM, Heineken, Wolters Kluwer). Binnen de cyclische waarden zijn we koper van DSM, Randstad, Imtech en Ericsson.

ONS OORDEEL OVER DE AANDELEN DIE IN DIT ARTIKEL AAN BOD KOMEN

Bedrijf	Evolutie van de aanbeveling tijdens de laatste 12 maanden	Datum
Bekaert	Van Houden naar Kopen	14.06.2011
Belgacom	Kopen	
Colruyt	Van Houden naar Kopen	04.07.2011
CSM	Van geen aanbeveling naar Kopen	13.12.2010
Delhaize	Kopen	
DSM	Van Houden naar Kopen	21.03.2011
Ericsson	Van Houden naar Kopen	02.05.2011
Fugro	Van Houden naar Kopen	04.04.2011
GBL	Van Houden naar Kopen	16.06.2011
GDF Suez	Van Houden naar Kopen	29.03.2011
GlaxoSmithKline	Van Kopen naar Houden	17.05.2011
Heineken	Van Houden naar Kopen	28.12.2010
Imtech	Van Houden naar Kopen	28.11.2010
Melexis	Van Houden naar Kopen	16.02.2011
Nokia	Van Houden naar Verkopen	17.09.2010
Novartis	Kopen	
Philips	Van Houden naar Kopen	05.10.2010
Randstad	Van Houden naar Kopen	23.05.2011
Roche	Kopen	
Sanofi Aventis	Van Houden naar Kopen	20.07.2011
SAP	Kopen	
Solvay	Van Kopen naar Houden	07.04.2011
Total	Kopen	
UCB	Van Kopen naar Houden	26.04.2011
Volkswagen Pref.	Van Kopen naar Houden	06.07.2011
Wolters Kluwer	Van geen aanbeveling naar Kopen	24.12.2010

BNP PARIBAS FORTIS

PRIVATE BANKING