INVEST news

NIEUWS, TRENDS EN ANALYSES VAN DE FINANCIËLE MARKTEN

JAARGANG 3 • NR 2 • FEBRUARI 2012
REDACTIE BEËINDIGD OP 22 FEBRUARI 2012

HET OPTIMISME OP DE MARKTEN HOUDT AAN
Energiek optreden van de ECB doet hoop groeien

POTENTIEEL EN RISICO'S VAN DE TURKSE LIRA
De Turkse munt zette het jaar in als een wervelwind

INDONESIË, BLOEIENDE ARCHIPEL
Een weldoend vleugje exotisme in uw portefeuille

NIET-DUURZAME CONSUMPTIEGOEDEREN
Verdient de sector nog steeds zijn defensief statuut?

BAKSTENEN IN UW PORTEFEUILLE
Geef voorrang aan de meest voortreffelijke vastgoedaandelen

INVESTERINGSADVIES
Is uw portefeuille nog steeds goed in evenwicht?

FISCALITEIT

IMPACT OP HET OBLIGATIEREND EMENT

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING

INHOUD

03. **EDITORIAAL**
Trouw beleggen

04. **MARKTOVERZICHT**
Mysterie: de markten gaan door op hun elan

08. **FISCALITEIT**
Constante zorg binnen het obligatiebeheer

11. **WISSELMARKTEN**
De Turkse lira: potentieel en risico's

12. **THEMATISCHE ANALYSE**
Indonesië, een archipel van opportuniteiten

14. **AANDELENMARKTEN**
Sector van niet-duurzame consumptiegoederen

16. **VASTGOEDMARKT**
Vluchtwaarde via zijn 'premium'-segment

18. **PORTEFEUILLEBEHEER**
Rebalancing van de portefeuille

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:
Dries Vanvinckenroye,
Matthias Vissers.
Werkten mee aan deze uitgave:
Carl Jacobs, Bart Jooris,
Philippe Masson, Geert Ruysschaert,
Alain Servais, Sandra Vandersmissen,
StefanVan 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.

Trouw beleggen

Op 20 februari vierden de Amerikanen "Presidents Day". Zoals de naam aangeeft, worden de presidenten van de Verenigde Staten op deze feestdag vereerd. Oorspronkelijk heette deze dag "Washington's Birthday", naar de naam van de eerste president die geboren werd op 22 februari 1732 en die al op jonge leeftijd blijk gaf van een grote integriteit. Toen hij zes jaar oud was, hakte hij in op de geliefde kersenboom van zijn vader. Woedend ging die op zoek naar de schuldige. De toekomstige eerste president van de VS zou toen gezegd hebben: "Vader, ik kan niet liegen. Ik ben het die de kersenboom heeft omgehakt." Ook op beleggingsgebied kan het nuttig blijken om eerlijk te blijven tegenover uzelf. Wie weet kunnen wij u daar ook mee helpen? In dit nummer leest u bijvoorbeeld hoe het **Investeringsadvies** kan bijdragen tot een gezond portefeuillebeheer.

In de jaren zestig lag de gemiddelde duur voor het aanhouden van een aandeel op de beurs van New York boven de acht jaar. Vandaag is dat minder dan een jaar. Zelfs Franse pensioenfondsen houden hun aandelen gemiddeld slechts zeven maanden bij. Zouden we tegenover deze wispelturigheid niet opnieuw moeten leren om meer "trouw" te blijven aan onze aangegane beleggingen? Om deze vraag te beantwoorden, leest u best ons artikel over **aandelen van producenten of distributeurs van niet-duurzame consumptiegoederen**.

Zoals elk jaar plaatst de bouwbeurs 'Batibouw' binnenkort **vastgoed** opnieuw in de kijker. Bakstenen zijn tastbaar en bij uitstek bezorgen ze veel beleggers hét gevoel van zekerheid in hun patrimonium. Maar het is niet eenvoudig om rechtstreeks in vastgoed te beleggen en er een mooi rendement uit te puren. Enerzijds moet je bij voorkeur spreiden over verschillende vastgoedpanden, anderzijds moet je ook over heel wat kennis beschikken (grondige marktkennis om de zo gegeerde toplocatie aan een billijke prijs op de kop te tikken, notariaat, fiscaliteit, huurwetgeving, bouw- en renovatievoorschriften, enz.). Dankzij hun toegankelijkheid op de beurs, hun liquiditeit en hun aantrekkelijk dividendrendement, kunnen vastgoedbevaks/-beveks een geschikt alternatief zijn in de portefeuilles van renteniers en, meer algemeen, van dividendbeleggers.

U vindt er ten slotte eveneens een concrete analyse van de gevolgen van de **nieuwe fiscaliteit in België** op uw obligatieportefeuille, net als een mogelijkheid tot **interessante spreiding** buiten de grenzen van de euromunt. Bij het afstand nemen van het oude Europa, houden we ook even halt bij een land in volle groei, dat de rijkom uitmaakt van een regio waarvan we het potentieel niet genoeg kunnen roemen: **Indonesië**, de bloeiende archipel van Zuidoost-Azie.

Veel leesgenot.

Stefan Van Geyt,
Director investment services

Belangenconflicten
Belangenconflicten kunnen bestaan in hoofde van Fortis Bank NV en de met haar verbonden vennootschappen op datum van het opstellen van dit document. In dit verband werden bijzondere gedragsregels en interne procedures uitgewerkt. Deze gedragcodes en de bekendmakingen in verband met mogelijke belangenconflicten in hoofde van Fortis Bank NV en de met haar verbonden vennootschappen zijn beschikbaar op http://disclosures.bnpparibasfortis.com en, wat de BNP Paribas Group betreft, op http://eqd.bnpparibas.com/compliance/index.aspx.
U kan deze informatie eveneens bekomen via uw contactpersoon.

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.

DE MARKTEN GAAN DOOR OP HUN ELAN

MYSTERIE

Geeft de economische situatie ons nog steeds een koud en winterig gevoel, op de financiële markten is het al volop lente. Toegegeven, van alle grote mysteries van het leven, is dit wellicht het kleinste, maar toch... In onderstaand artikel gaan we op zoek naar een verklaring en proberen we een antwoord te vinden op de vraag wat u hier als belegger het best mee doet.

GEERT RUYSSCHAERT, SENIOR STRATEGIST

SINDS VORIGE ZOMER HEEFT WALL STREET DE VERLIEZEN VOLLEDIG KUNNEN WEGWERKEN. IN EUROPA DOEN DE BEURZEN HUN BEST, MAAR DE PROBLEMEN MET GRIEKENLAND REMMEN REGELMATIG HET HERSTEL.

In beleggingsmiddens heeft het men het tegenwoordig graag over "risk on" of "risk off" perioden. Nu eens zoeken de markten het risico op, dan weer stoten ze het af. De voorbije twee maanden waren risicovolle beleggingen duidelijk in. Dat staat haaks op de economische omgeving die nog steeds bijzonder grimmig oogt en mensen eerder tot voorzichtigheid aanzet, ook in hun beleggingen. Hoe kunnen we die ogenschijnlijke tegenstelling verklaren?

Weinig veranderd

Op het economische front is er niet zo gek veel veranderd. Zowel Japan als de eurozone zagen hun economie het voorbije kwartaal krimpen. In landen als Italië maar ook Nederland is er sprake van een nieuwe recessie. En zelfs het sterke Duitsland moest een eindje inleveren na de beresterke prestaties van voorgaande trimesters. De besparingen die nu overal in Europa op kruissnelheid komen, eisen hun tol. En dat zal niet snel beteren. Er zitten te veel schulden in de aderen van ons economisch bestel.

Amerika weet als enige van de klassieke, ontwikkelde markten, de dans te ontsnappen. De VS eindigde 2011 in schoonheid en zal ook dit jaar naar alle verwachting een groei neerzetten van meer dan 2%. Met de presidentsverkiezingen van november in zicht, deinst politiek Amerika ervoor terug de kiezer nu al zware besparingen voor te schotelen. Ondertussen houdt de Amerikaanse centrale bank zich stand-by om in te grijpen, mocht het economisch motortje tegen de verwachtingen in toch stilvallen. De Amerikaanse consument doet het in de tussentijd wat kalmpjes aan. De werkloosheidsgraad is weliswaar gedaald, maar blijft met 8,3% toch nog erg hoog. Bovendien ligt ook de vastgoedmarkt nog steeds op apengapen.

De verklarende factor

Om de ommezwaai in het marktsentiment te begrijpen, moeten we in eerste instantie naar de Europese

Centrale Bank (ECB) kijken. Na het terughoudende beleid van Trichet toont de nieuwe voorzitter Draghi een veel grotere bereidheid om stevig te interveniëren op de markt. Hij doet dat niet, zoals zijn Amerikaanse en Britse collega's, via de aankoop van staatsobligaties, maar werkt via de banksector.

Binnen die banksector was in het najaar van 2011 een groot wantrouwen ontstaan, wat samenhing met toenemende twijfels over de gezondheid van de staatsfinanciën in een aantal Europese landen. De ECB besloot in december drastische stappen te ondernemen om dit wantrouwen de kop in te drukken. Zo organiseerde ze twee veilingen waarop banken voor drie jaar geld konden lenen tegen een aantrekkelijke intrestvoet, en wel voor het bedrag dat ze zelf kozen. Op een eerste sessie in december ging 489 miljard EUR de deur uit. Eind februari kunnen de banken voor een tweede keer aankloppen.

Door dit ECB-initiatief weten de banken zich voortaan verzekerd van hun financiering. Dat maakt het voor hen een stuk makkelijker om hun rol van kredietverstrekker naar behoren te vervullen. Bovendien is de markt nu meer dan vroeger overtuigd dat de ECB alles uit de kast zal halen als het moet, om een nieuwe ontsporing van het financieel bestel te voorkomen.

Meteen prijs

De ECB-veilingen leverden meteen vruchten op. Italië en Spanje, die beide steeds meer moeilijkheden ondervonden om geldschieters te vinden, organiseerden plots de ene succesvolle veiling na de andere. Door de hoge belangstelling daalden de intrestvoeten die beide landen moesten betalen. Daarmee ebde ook de vrees weg voor een liquiditeitscrisis, die hen net als Griekenland, Portugal en Ierland zou dwingen om te gaan bedelen bij de andere eurolanden.

Nu Italië en Spanje terug een vlottere toegang tot de financiële markten hebben, oogt de eurocrisis plots een stuk minder gevaarlijk. En omdat die crisis voor de markten met voorsprong als de belangrijkste bedreiging beschouwd wordt, voelen die markten zich nu een stuk zekerder van zichzelf. In die mate dat ze de perikelen rond Griekenland wat relativeren. De kans dat een eventueel Grieks bankroet een domino-effect op gang zou brengen, wordt zo minder groot geacht dan voorheen. Het onmiddellijke gevolg van dit alles is een forse stijging van de aandelen wereldwijd. De kneusjes van vorig jaar lopen daarbij helemaal vooraan in de fanfare. Maar hoelang kan die beurspret duren?

Een kwestie van vertrouwen

Twee elementen zouden de huidige aandelenrally meer houvast kunnen geven: een duidelijke verbetering van de winstperspectieven of een toename in het marktvertrouwen. Wat de winstvooruitzichten betreft, koesteren wij weinig hoop. Ze worden nog steeds neerwaarts bijgesteld en de cijfers die bedrijven over het vierde kwartaal publiceren zijn in hun totaliteit genomen bijzonder zwak. Conclusie: een zekere voorzichtigheid in de winstprognoses is nog steeds meer dan gewettigd. Maar als de winstprognoses niet stijgen en de aandelen wel, dan betekent dit dat de beurzen in verhouding tot de bedrijfswinsten duurder worden. Nu hoeft dit niet per definitie een drama te zijn. Wel moeten we ons afvragen wat beleggers ertoe zou kunnen brengen om tegen die duurdere koersen nog te kopen. Het antwoord is vertrouwen.

De voorbije maanden werd dit vertrouwen in hoofdzaak gevoed door de krachtdadiger houding van de ECB, aangevuld met een resem meevallende statistiekjes, vooral dan in de VS. Andere elementen die dit vertrouwen de komende maanden zouden kunnen voeden, zijn een verdere versterking van de Europese solidariteit, een geloofwaardig scenario voor de herstructurering van de Griekse economie en overheidsfinanciën en tekenen die erop duiden dat de weg van de strenge besparingen niet noodzakelijk eindigt in recessies, maar wel resulteert in kleinere begrotingstekorten.

Onmogelijk is dat alles niet, maar gegarandeerd is het evenmin. Enige voorzichtigheid ten aanzien van aandelen blijft dus gewettigd. Anderzijds willen we een eventueel verder beursherstel wel voldoende weerspiegeld zien in de evolutie van onze portefeuille. Dat kan door onze onderweging van aandelen wat kleiner te maken. Of door het overwicht van defensieve aandelen af te bouwen ten gunste van bijvoorbeeld groeiaandelen. Een andere mogelijke piste is de bestaande aandelenpositie aan te vullen met hybride producten zoals converteerbare obligaties.

Beschermen tegen volatiliteit

Een positievere visie ten opzichte van aandelen mag ons niet blind maken voor de risico's van het glibberige bergpad voor ons. We moeten onze schuldenberg verlichten zonder onze economie te wurgen: dat wordt geen gemakkelijke klus en het zal veel tijd vragen. De kans dat we onderweg moeilijke momenten beleven, is behoorlijk groot. De mate waarin koersen op en neer

Noemenswaardige gebeurtenissen op het vlak van de portefeuilles in discretionair beheer

Periode van midden januari tot midden februari 2012

De goede stemming op de financiële markten van begin 2012 werd tot grote tevredenheid van de beleggers bevestigd. Midden februari dragen alle activacategorieën (aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen) positief bij tot de resultaten van de portefeuilles in beheer. De "Conservative"-profielen blijven profiteren van kwaliteitsvolle staats- en bedrijfsobligaties die goed standhouden. De rentedaling die werd vastgesteld betreffende de schuld van landen zoals België en Italië, was indrukwekkend. Belgische obligaties die eind november aangekocht werden, konden we daardoor met een winst verkopen die een goede aandelentransactie waardig is. Dankzij de stijging van aandelen, goud, "high yield"-obligaties, groeimarktobligaties en converteerbare obligaties, staan de "Defensive"-obligaties op het punt om in slechts anderhalve maand tijd de verliezen van 2011 weg te vagen. Voor de "Balanced"-, "Dynamic"- en "Growth"-profielen zijn de winsten nog groter, waardoor de verliezen van vorig jaar sterk verminderd worden. Een bemoedigend begin van het jaar dus, vooral omdat statistisch gezien de kans op een positief jaar op de financiële markten aanzienlijk vergroot als cijfers groen kleuren in de maand januari. Hopelijk versterkt 2012 die statistieken.

Koerswijziging wat betreft tactische spreiding

We hebben onze tactische positionering in aandelen gewijzigd. Reden daarvoor zijn de gunstiger macro-economische indicatoren aan weerskanten van de Atlantische Oceaan en de invoering van een tweede erg ambitieus plan, LTRO (*Long Term Repo Operation*) genaamd. Aan de hand daarvan zal de ECB liquiditeiten beschikbaar stellen aan de banken. We hebben onze onderweging in aandelen dan ook geleidelijk maar vastberaden verlaagd. De consumptie blijft weliswaar zwak, sommige bedrijfsresultaten stellen teleur, het probleem van de Griekse schuld is nog niet geregeld,... Toch heerst er een betere sfeer op de financiële markten. Na een mogelijke fase van stabilisering zou deze positieve trend zich (volgens ons) moeten doorzetten op korte tot middellange termijn, meer bepaald dankzij de positieve effecten van het LTRO-beleid. Om de portefeuilles die een aandelenrisico aanvaarden toe te laten nog beter te profiteren van een beursherstel, hebben we daarom opnieuw posities genomen in Europa, de VS en Azië.

Naast de winstneming op Belgische obligaties voor de portefeuilles belegd in individuele waarden, hebben we op het vlak van obligaties een fonds aangekocht dat belegt in obligaties in Noorse kroon, uitgegeven door Noorse emittenten. Noorwegen en de Noorse kroon bieden op het vlak van munten immers een goede extra spreiding voor de portefeuilles (behalve voor het "Conservative"-profiel).

We merken ten slotte op dat ons jongste mandaat, van het type "maatschappelijk verantwoord" (duurzaam vermogensbeheer via fondsen), gemakkelijk nieuwe beleggers blijft aantrekken. De prestaties van de geselecteerde fondsen getuigen immers niet alleen van een goede weerstand in moeilijke tijden, maar ook van prestaties van goede kwaliteit in tijden van herstel.

Philippe Masson, Head of Discretionary Communication

schommelen, ook wel de volatiliteit genaamd, is vandaag opvallend laag. Maar bij stijgende nervositeit verandert dat snel. En dat we op onze lange weg naar herstel nog wel eens klamme handen zullen krijgen, zou ons allerminst verbazen. Via derivaten kunnen we ons tegen zulke situaties beschermen en er zelfs nog ons voordeel mee doen ook.

Wereldwijd beleggen

Daar het grootste risico zich nog steeds op de Europese markten situeert, blijft het interessant de portefeuille geografisch te diversifiëren. Groeimarkten doen het momenteel uitstekend, maar ze hebben nog heel wat terrein in te halen en zijn qua waardering niet duur. Ook obligaties van groeilanden bieden potentieel. Door de problemen in het Westen zien de meeste groeilanden hun economie vertragen. Toch blijft er nog meer dan genoeg groei over. Nu de inflatiedreiging mildert, kan die door de centrale banken ook beter ondersteund worden. En hoe we het ook draaien of keren: in de wereldeconomie nemen deze landen een steeds grotere plaats in. Twintig jaar geleden tekenden zij voor pakweg een derde van de wereldeconomie, vandaag is dat de helft. Op zich is dat al een voldoende reden om ze langzaam in de beleggingsportefeuille te integreren.

ECONOMIE

(Bron: Bloomberg Consensus en IMF)

BBP GROEI (in %)	2010	2011	2012	2013
Eurozone	1,9	1,5	0,5	1,0
Verenigd Koninkrijk	2,1	0,9	0,5	1,7
Verenigde Staten	3,0	1,7	2,2	2,5
Japan	4,4	-0,9	1,5	1,4
Brazilië	7,6	3,0	3,4	4,1
Rusland	4,0	4,3	3,5	3,7
India	8,8	7,2	7,5	7,0
China	10,4	9,2	8,5	8,4

INFLATIE (in %)	2010	2011	2012	2013
Eurozone	1,6	2,7	2,0	1,7
Verenigd Koninkrijk	3,3	4,5	2,7	1,9
Verenigde Staten	1,6	3,2	2,1	2,0
Japan	-0,7	-0,2	-0,3	-0,2
Brazilië	5,0	6,6	5,6	4,9
Rusland	6,9	6,8	6,0	6,2
India	12,1	8,2	7,1	6,5
China	3,3	5,4	3,3	3,8

RENTE

(Bron: BNP Paribas Fortis, Bloomberg Consensus)

RENTEVOORUITZICHTEN (in %)			
RICHTTARIEF	21.02.2012	3m	12m
Eurozone	1,00	0,75	0,75
Verenigd Koninkrijk	0,50	0,50	0,50
Verenigde Staten	0,25	0,25	0,25
Japan	0,10	0,10	0,10
RENTE OP 10 JAAR	21.02.2012	3m	12m
Eurozone	1,94	2,05	2,50
Verenigd Koninkrijk	2,20	2,30	2,60
Verenigde Staten	2,02	2,10	2,65
Japan	0,96	1,20	1,30

Verloop van de Duitse rente op 10 jaar (Bund) over de laatste 3 jaar

(Bron: Bloomberg)

MUNTEN

(Bron: BNP Paribas Fortis)

MUNTVOORUITZICHTEN			
MUNTEN	21.02.2012	3m	12m
USD	1,32	1,25	1,20
GBP	0,84	0,85	0,90
JPY	105,4	105,0	110,0

GRONDSTOFFEN

(Bron: Bloomberg Consensus)

VOORUITZICHTEN	21.02.2012	Q2/2012	2012
Olie (Brent)	120	107	110
Goud	1.742	1.800	1.815

AANDELEN

(Bron: Bloomberg)

BEURZEN	VERLOOP (in %)		
	op 1 maand	sedert 01.01.12	over 2011
Europa - Euro Stoxx 50	4,1	9,1	-16,5
Europe - Euro Stoxx 600	4,9	10,6	-17,2
België - Bel20	3,6	9,3	-19,7
Nederland - AEX	3,0	5,6	-12,0
Frankrijk - CAC40	3,7	9,0	-17,4
Duitsland - DAX	7,6	16,8	-13,1
Verenigd Kon. - FTSE 100	3,3	6,2	-5,6
Zwitserland - SMI	1,6	4,8	-7,8
Verenigde Staten - S&P500	3,5	8,2	0,0
Japan - Nikkei 225	7,9	11,9	-17,3
Brazilië - Bovespa	6,2	16,6	-17,3
Rusland - Micex	4,5	11,1	-15,2
India - Sensex	10,1	19,2	-23,0
China - Shangai Composite	2,7	8,3	-21,7

SECTOREN	VERLOOP (in %)		
(EURO STOXX 600)	op 1 maand	sedert 01.01.12	over 2011
Automobiel	11,5	33,8	-24,1
Banken	8,2	19,4	-32,3
Grondstoffen	1,7	16,0	-29,5
Chemie	6,7	14,5	-8,5
Bouw & materialen	5,8	14,4	-20,0
Financiële diensten	7,1	14,7	-21,5
Voeding & dranken	4,3	3,7	5,4
Farmacie	0,5	0,6	11,9
Industrie	4,0	12,9	-16,2
Verzekeringen	4,1	15,4	-13,2
Media	2,9	5,3	-10,3
Olie & gas	4,1	5,8	1,3
Gezondheid en gezin	6,2	9,2	0,7
Detailhandel	2,6	-0,1	-7,3
Technologie	5,4	12,3	-12,5
Telecom	0,4	-0,4	-5,6
Reizen & ontspanning	3,0	8,1	-15,5
Sociale dienstverlening	3,2	1,2	-14,9

EEN CONSTANTE ZORG BINNEN HET OBLIGATIEBEHEER

Nieuwe fiscaliteit

De gewijzigde fiscaliteit heeft een grote impact op het nettorendement van obligaties, maar niet op de manier waarop een obligatieportefeuille beheerd moet worden. Fiscaliteit was al langer één van de speerpunten. Concreet winnen obligaties met een lage coupon en obligatiekoers nog aan belang. Het nettorendement is en blijft echter de cruciale factor.

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME & FOREX, PRB

Ter herinnering
De roerende voorheffing wordt steeds berekend op de coupon van de obligatie, en niet op het brutorendement.

Feiten

Sinds 1 januari 2012 worden ook obligatiebeleggers geconfronteerd met de nieuwe fiscale regels die de regering Di Rupo invoerde. De obligaties die vroeger onderworpen waren aan roerende voorheffing (RV) van 15% zullen voortaan rekening moeten houden met een tarief van 21%. Voor beleggers met veel roerende inkomsten kan daarbovenop nog een extra bijdrage van 4% verschuldigd zijn. Ook de taks op beursverrichtingen (TOB) werd met 30% opgetrokken: van 0,07 naar 0,09%.

We komen niet terug op de details van al de – soms complexe – nieuwe fiscale maatregelen die van toepassing zijn op de beleggingen. We wensen hier een paar bedenkingen te formuleren, om aan te tonen hoe de verhoogde roerende voorheffing (eventueel vermeerderd met de bijdrage van 4%) en de taks op de beursverrichtingen een invloed kunnen hebben op uw obligatieportefeuille.

We illustreren met een voorbeeld wat het gevolg is van deze gewijzigde fiscaliteit:

De Belgische staatsobligatie (ISIN BE0000282880) met een coupon van 8% en een looptijd tot 28/03/2015 noteerde op 3 februari 2012 aan een koers van 118,64%. Het brutorendement is 1,82%. Tot voor dit jaar ging daar nog 15% roerende voorheffing vanaf, zodat we op een nettorendement uitkomen van 0,76%, vóór kosten maar na roerende voorheffing. Vanaf 2012 moeten we echter rekening houden met de verhoogde roerende voorheffing van 21%, waardoor het **nettorendement terugvalt naar 0,33%**. Berekend aan een roerende voorheffing van 21% die verhoogd wordt met een bijkomende heffing van 4%, bedraagt het **nettorendement nog amper 0,05%**. De gewijzigde fiscaliteit is dus meer dan een voetnoot..

Focus op fiscaliteit

Door de hogere roerende voorheffing wordt fiscaliteit nog belangrijker dan het al was. Een scherpe wijziging van de manier waarop u uw obligatieportefeuille idealiter beheert, zal dit echter niet teweegbrengen aangezien fiscaliteit een continue zorg moet zijn in het beheer van een obligatieportefeuille. Wel worden obligaties met een lage coupon relatief aantrekkelijker vanuit fiscaal oogpunt.

Verder bouwend op het voorbeeld van bladzijde 8, kunnen we dit als volgt illustreren:

Naast de eerder besproken Belgische staatsobligatie met een coupon van 8% bestaat er immers ook een Belgische staatslening (BE0000316258) met een coupon van 3,5% met dezelfde looptijd (15/03/2015). Deze obligatie noteert momenteel aan een prijs van 105,13%, wat resulteert in een brutorendement van 1,80%. Dit is lager dan in het eerste voorbeeld, maar dit plaatje verandert als we rekening houden met de roerende voorheffing. In het oude fiscale stelsel (15% RV) bedroeg het nettorendement van deze obligatie 1,30%. Met de verhoogde roerende voorheffing wordt dit **1,09%** (21% RV) of **0,96%** (21% RV plus de bijkomende heffing van 4%).

De conclusie is dat obligaties met een lage coupon door de nieuwe fiscale regels relatief aantrekkelijker worden ten opzichte van de hoge coupons (zeker als het om dezelfde emittent gaat). Houd bovendien als belegger bij de aan- en verkoop van een obligatie altijd rekening met het nettorendement (na roerende voorheffing) en niet met het brutorendement.

Een eenzijdige focus op obligaties met een lage coupon is echter niet zaligmakend. Verlies het totaalplaatje niet uit het oog. Obligaties met een lage coupon en lage obligatiekoers zijn niet in alle gevallen beter. Obligaties met een hoge coupon en dito koers kunnen na aftrek van de roerende voorheffing immers nog steeds aantrekkelijker zijn dan obligaties met een lage coupon. Het is opnieuw het nettorendement dat van belang is. Bovendien zijn er door de sterke daling van de rente[1] momenteel weinig obligaties met een lage coupon en een aantrekkelijk rendement beschikbaar.

Een ander belangrijk aandachtspunt bij het beheer van een obligatieportefeuille is de timing van aankoop van een obligatie. Bij aankoop houdt u er best rekening mee om niet te veel verlopen rente te betalen.

In de regel vermijdt u daarom best drie tot vier maanden voor de couponbetaling een obligatie aan te kopen. Deze regel geldt echter niet voor Belgische obligaties (zowel staats- als bedrijfsobligaties, waarvan de ISIN-code begint met BE...). Hier wordt de roerende voorheffing zowel bij aan- als verkoop berekend naar rata van het aantal dagen dat de obligatie in bezit is/was. Hier is de timing dus niet van belang.

Neem bijvoorbeeld de staatsobligatie van Polen (XS0498285351) met een coupon van 3,75% en vervaldag 29/03/2017.

Elk jaar op 29 maart wordt de coupon van 3,75% betaald en op dat moment wordt een roerende voorheffing van 21% (of RV van 21% plus de bijkomende heffing van 4%) afgehouden. Het zou dan ook niet van goed beheer getuigen om deze obligatie nog aan te kopen vlak voor de couponbetaling. De RV wordt immers berekend op het volledig jaar en niet sinds de datum van aankoop. Stel dat we deze obligatie nog aankopen op 6 februari, dan betalen we voor 317 dagen verlopen bruto rente **324,80 euro**, terwijl we bij de couponbetaling bij een nominaal bedrag van 10.000 euro slechts **296,25 euro** overhouden (namelijk 375 euro coupon waar nog 21% RV af gaat).

1. Een rechtstreeks gevolg van de ECB die via haar LTRO programma (*long term repo operation*) de markt met liquiditeiten overspoelt.

Aangezien de meerwaarde op de obligatiekoers niet belast is, zijn er nog steeds interessante arbitragemogelijkheden te vinden.

We illustreren dit opnieuw met een concreet voorbeeld:

GDF Suez haalt geregeld geld op in de markt via de uitgifte van obligaties. Zo is er onder andere een GDF Suez met een coupon van 5% en vervaldag 23/02/2015. Bij de huidige obligatiekoers van 109,33% geeft deze obligatie een brutorendement van 1,82%, netto wordt dit 0,83% (21% RV) of zelfs 0,64% (21% RV + bijkomende heffing van 4%). Een mogelijke arbitrage is om deze obligatie in te ruilen voor de GDF Suez 2,75% 18/10/2017. Aan een actuele koers van 102,2% geeft deze obligatie een brutorendement van 2,33%, netto is dit 1,76% (21% RV) of 1,65% (21% RV + bijkomende heffing van 4%). Uitgaande van een RV van 21% is er dus een pickup of meerrendement van 0,93% of 93 basispunten (bp). Als we ook rekening houden met de kosten bij aan- en verkoop (telkens 24 bp) slinkt dit voordeel tot 0,81% of 81 bp. Dit lijkt niet veel, zeker niet als we er rekening mee houden dat de nieuwe obligatie zo'n 2 jaar en 8 maanden langer loopt, maar onderstaande gedetailleerde uitwerking van deze arbitrage bewijst dat deze wel degelijk zinvol is.

	Verkoop	Aankoop	
ISIN-code	FR0010718189	FR0010952739	
Nominaal bedrag	50.000	55.000	
Munt	EUR	EUR	
Emittent	GDF	GDF	
Rating	Aa3 / A	Aa3 / A	
Coupon	5,00%	2,75%	
Eindvervaldag	23/02/2015	18/10/2017	
Koers	109,33	102,20	
	Rendementsanalyse	Rendementsanalyse	Resultaat
Brutordt	1,82%	2,33%	0,51%
Nettordt (RV 21%)	0,83%	1,76%	0,93%
Nettordt (RV 21%) 0,24% kosten inbegrepen	0,91%	1,72%	0,81%
Opbrengst verkoop Aankoopprijs (TOB inbegrepen)	57.010,33	56.626,68	383,66
Nettordt op eindvervaldag	57.900,00	62.169,25	4.269,25
			2.986,74
		Aangepast resultaat =	1.282,51

We gaan uit van een initieel geïnvesteerd nominaal bedrag van 50.000 euro en een roerende voorheffing van 21%. De verkoop van de obligatie GDF 2015 levert ons (inclusief verlopen rente en rekening houdend met de TOB) 57.010 euro op. De aankoop van de obligatie GDF 2017 kost ons 56.627 euro (opnieuw rekening houdend met verlopen rente en TOB). Om een correcte vergelijking te maken tussen beide obligaties nemen we ook de opportuniteitskost ten gevolge van de langere looptijd mee in onze berekeningen. We nemen hiervoor aan dat een herbelegging kan aan een tarief van 2%, en dit zowel voor de 'resterende' 384 euro bij de arbitrage, als voor de 57.900 euro die we nog gedurende 955 valutadagen (verschil tussen de looptijden van beide obligaties) hadden kunnen beleggen. De eindsom van de arbitrage komt op deze manier op een positief resultaat van 1.283 euro.

RISICOVOL POTENTIEEL

De Turkse lira

De uitdaging voor de Turkse regering en centrale bank zijn niet min: temper de inflatie en reduceer het tekort op de lopende rekening zonder de economie in een recessie te storten. Als dit lukt, is er naast een hoge coupon ook een mooi appreciatiepotentieel voor de munt. Enkel voor risicobewuste beleggers!

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB

De Turkse lira (TRY) appreciëerde in januari al 6% tegenover de euro en kende daarmee een vliegende start. Dit prille herstel weegt echter nog niet op tegen de depreciatie vorig jaar (-18% t.o.v. de euro).

De twee belangrijkste elementen die de sterke start van de TRY in de hand werkten zijn de grotere risicobereidheid bij beleggers en het monetaire beleid van de Turkse centrale bank, dat het geweer stilaan van schouder verandert.

Het pessimisme over de vooruitzichten van de wereldeconomie was bij de start van dit jaar bijzonder groot. Door de relatief goede macro-economische cijfers uit voornamelijk de VS en China en de groeiende hoop op een grondigere aanpak van de Europese schuldencrisis hebben de hoogrentende munten fors ondersteund na een moeilijk 2011.
De TRY wist hier extra van te profiteren door een actief beleid van de centrale bank om de munt te ondersteunen. De Turkse centrale bank blinkt niet uit in consistentie en transparantie. Vorig jaar werd gehoopt dat een zwakke munt de export zou ondersteunen. Door de economische vertraging bij de belangrijkste handelspartners (de eurozone en het Midden-Oosten) lukte dit echter niet. Integendeel, door de forse depreciatie van de TRY slonk het vertrouwen van investeerders en liep de inflatie snel op. Nu verandert de centrale bank het geweer van schouder. Zowel verbaal als via de verkoop van vreemde valuta, meestal USD, uit de internationale reserves ondersteunt de centrale bank een sterkere lira.

Niet zonder risico

Turkije kampt met een aantal serieuze uitdagingen die onze positieve vooruitzichten kunnen doorkruisen. Dankzij de uiterst soepele monetaire politiek en kredietvoorwaarden groeide de Turkse economie vorig jaar met maar liefst 8%. De schaduwzijde was dat de inflatie ontspoorde. De consumptieprijzen stegen onder andere door de hoge energieprijzen, de soepele kredietverlening en de zwakke munt met zo'n 10% op jaarbasis.

Ook het tekort op de lopende rekening liep op tot bijna 10%. Opnieuw speelt de energieafhankelijkheid het land parten. Turkije importeert 93% van de olie die het verbruikt. Een andere verklaring is de sterke stijging van de invoer, gevoed door de economische groei. Meer nog dan het tekort op zich is de aard van de financiering de afgelopen kwartalen risicovoller geworden, met een lage spaarquote, een kleiner aandeel voor FDI (foreign direct investments, vaak langetermijnfinanciering) en een groter gedeelte financiële investeringen (vluchtiger kapitaal). Dit tekort zorgt er voor dat de TRY bijzonder gevoelig is voor een stijging van de risicoaversie. Aangezien een groot deel van het tekort structureel is, zijn er ook structurele maatregelen nodig zoals hervormingen van de arbeidsmarkt, de taxatie van inkomens en de liberalisering van de energiemarkt. Om op die manier de binnenlandse vraag te stimuleren.

EEN ARCHIPEL VAN OPPORTUNITEITEN

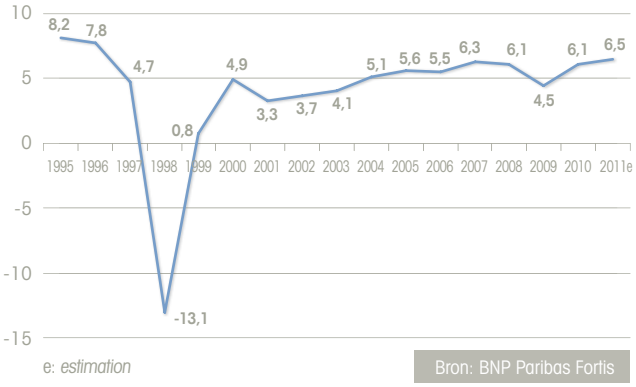
INDONESIË

Indonesië is een van de Aziatische markten die een buitengewoon record optekenden in 2011. Samen met Thailand zette het land de beste prestaties reeds neer in 2010. Door een combinatie van aantrekkelijke waardering, macro-economisch dynamisme en politieke factoren zou het in staat moeten zijn om het ook in 2012 goed te blijven doen.

ALAIN SERVAIS, PRIVATE BANKING INVESTMENTS

Terwijl de commentaren over de kans op een harde landing van de Chinese economie blijven toenemen, kan Indonesië prat gaan op een constante groei. De groei in het vierde kwartaal bedroeg 6,5%, een record sinds 1990. Ook over heel 2011 kwam de groei uit op 6,5%.

Evolutie van het bbp (in %) van Indonesië sinds 1995



e: *estimation*

Bron: BNP Paribas Fortis

De binnenlandse consumptie is veelbelovend en blijft het bastion van de sterke economische groei. De centrale bank is niet bang voor de inflatie omdat de voedselprijzen ondertussen beginnen te dalen, na de pieken die eind 2010 en begin 2011 bereikt werden. De voornaamste troeven van Indonesië zijn dus de sterke fundamenten (positieve trends in bedrijfsinvesteringen en binnenlandse consumptie), de geringe afhankelijkheid van de export, het flexibele monetair beleid en een tweecijferige winstgroei. Indonesië is vandaag de achttiende grootste economie ter wereld, met een bbp dat de afgelopen vijf jaar verdubbeld is, om uit te komen op een slordige 700 miljard USD.

De economische vooruitzichten van het land blijven uitstekend. De rentes zijn laag en de doelstelling is ze zo lang mogelijk op dat peil te houden. Een groeiondersteunend beleid en een sterke bbp-stijging zouden een goed tegenwicht kunnen vormen, zelfs al zouden de inflatie en de rentes lichtjes stijgen.

Demografie

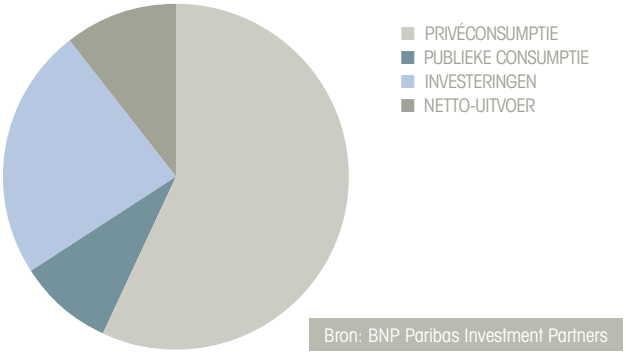
Nog andere factoren maken de economische vooruitzichten aantrekkelijk. Zo kent het land een sterke bevolkingsgroei. Indonesië is immers het vierde grootste land ter wereld in termen van bevolking (262 miljoen inwoners verwacht voor 2020, waarvan 62% in stedelijke gebieden woont) en barst van jongeren. Die arbeidskrachten zouden de groei de komende decennia moeten ondersteunen. Daarnaast kent ook de vermogende middenklasse een snelle toename: in 2015 zullen 50 miljoen gezinnen een gemiddeld maandinkomen hebben van meer dan 4.500 USD.

Binnenlandse vraag

De groei is voornamelijk gebaseerd op de binnenlandse vraag, aangezien de export slechts voor 11% bijdraagt tot het bbp (zie grafiek). Het constante vertrouwen van de gezinnen ondersteunt de privéconsumptie. De investeringen, export en infrastructuren worden dan weer ondersteund door de buitenlandse vraag, een sterke kredietgroei en hogere grondstofprijzen. Het lage schuldniveau van het land (minder dan 30% van het bbp) zou eveneens de groei moeten stimuleren.

Monetaire flexibiliteit
Om de economie te ondersteunen, heeft de Indonesische centrale bank op 9 februari jongstleden haar richttarief verlaagd van 6% naar 5,75%. Volgens haar prognoses zal de groei 6,5% (op jaarbasis) bedragen tijdens het eerste kwartaal van 2012.

Samenstelling van het bruto binnenlands product (BBP in 2010)



Bron: BNP Paribas Investment Partners

Grondstoffen

Een laatste, niet te verwaarlozen factor die positief kan bijdragen tot de goede gezondheid van Indonesië, zijn de grondstoffen waarvan het land overvloeit. Indonesië is de grootste producent ter wereld van palmolie en steenkool en de derde grootste exporteur ter wereld van aardgas. De strategische positie van het land wordt versterkt door de banden die het onderhoudt met China en India, als belangrijkste leverancier van palmolie en steenkool (tegen 2014 wordt een verdubbeling van de vraag verwacht).

De Indonesische aandelenmarkt kende een forse groei sinds eind 2009, ondersteund door overheidsmaatregelen die de vraag bevorderen en door een grote politieke stabiliteit. Het consumentenvertrouwen en de binnenlandse vraag zullen wellicht hoog blijven. Vooral de Indonesische bankaandelen lijken ons een groter haussepotentieel te bieden wegens de sterk toegenomen kredietactiviteit. De meeste Indonesische banken kenden bovendien niet de liquiditeitsproblemen waarmee de westerse banken recent geconfronteerd werden. Volgens ons zal de beurs van Jakarta ook profiteren van de verwachte verlaging van de vennootschapsbelasting en van een regelmatige toestroom van Indonesisch en buitenlands kapitaal. Ondanks de recente beursstijgingen liggen de waarderingen van de Indonesische aandelen nog altijd in de buurt van het gemiddelde dat waargenomen wordt in andere groeilanden.

CONCLUSIE
Een beperkt deel van uw portefeuille (naargelang uw beleggersprofiel) beleggen in Indonesië vormt naar onze mening een echte opportuniteit. Er bestaan oplossingen om toegang te krijgen tot deze groeimarkt. Aarzel niet om erover te praten met uw private banker.

HOE BELEGGEN IN NIET-DUURZAME CONSUMPTIEGOEDEREN?

VIA DISTRIBUTEURS OF PRODUCENTEN?

In 2011 was beleggen in defensieve sectoren de boodschap. Maar vooral zwaargewichten zoals de farmaceutische sector en de sector van producenten van niet-duurzame goederen presteerden sterk.
Wie belegde in de voedingsdistributie kwam bedrogen uit. We stellen ons de vraag of de voedingsdistributie nog de status van defensieve sector verdient. Sinds begin 2012 presteren cyclische aandelen beter dan defensieve aandelen. Toch vinden we voedingsdistributie weer bij de slechtst presterende defensieve sectoren. Hoe komt dit?

SANDRA VANDERSMISSEN, SENIOR EQUITY SPECIALIST

De schuld van de crisis...

Carrefour stuurde sinds eind 2010 vijf winstwaarschuwingen de wereld in. Er waren de waarschuwingen van Colruyt (juni 2011), Metro (december 2011) en Delhaize (januari 2011). En tot slot de verlaging van de winstprognose voor 2012 met 15% door Tesco (januari 2011). De hoofdreden is de verzwakking van de Westerse consument in een context van sterke voedingsinflatie. Ook de hoge benzineprijzen, vooral in de Angelsaksische landen en in Oost-Europa, wegen. Overal in Europa steeg het marktaandeel van *hard discounters*. Alhoewel het prijsverschil met basisproducten van traditionele distributeurs en *soft discounters* vaak onbestaande is, beschermt het kleinere aanbod van *hard discounters* klanten tegen het aankopen van minder noodzakelijke artikelen. En dus tegen een te groot kassaticket. Distributeurs hebben deze voedingsinflatie daarom slechts geleidelijk en vaak onvolledig in de prijzen kunnen doorrekenen. Het gevolg is zwakke volumes en druk op de marges in een sector met lage marges en hoge vaste kosten. Positief is wel dat de meeste distributeurs deze margedruk via kostenreductieprogramma's sterk hebben kunnen beperken (bv. Delhaize en Metro).

Een vaak gebruikt argument is dat distributeurs in tegenstelling tot producenten een veel mindere internationale blootstelling hebben. Zo realiseren Unilever en Danone de helft van de omzet in groeilanden (al moeten daar voor Danone de Russische minderheidsbelangen van afgetrokken worden). Toch stellen we vast dat de distributeurs met de grootste winstwaarschuwingen (Carrefour, Tesco en in mindere mate Metro) deze zijn met een redelijke blootstelling aan groeimarkten (één derde van de omzet), inclusief Oost-Europa. Ahold, dat vooral in mature markten actief is, verraste positief. Er zijn dus nog andere redenen. Vooreerst doet de diversificatie in niet-voedingsartikelen pijn in crisistijden. Ten tweede is er het probleem van de verkeerde formaten. Supermarkten, met een goede prijs/kwaliteitsscore, *discounters* en buurtwinkels halen het van de grote hypermarkten. Dit heeft alles te maken met een verouderde bevolking, het gebrek aan tijd, minder (grote) gezinnen en de duurdere benzineprijs. Zo maken de Franse hypermarkten nog steeds 25% uit van de groepsomzet van Carrefour. Een gerelateerd probleem is het gebrek aan oplossingen voor verkoop via internet, vooral in niet-voeding. Zo realiseerde Metro zich pas midden vorig jaar dat het ontbreken van een "e-verkoopskanaal" een enorm handicap voor Media Markt/Saturn, actief in consumentenelektronica, was geworden. Ondertussen maakt de groep, ondermeer dankzij een acquisitie in Duitsland, hier versneld werk van.

Neutraal voor distributeurs...

Ondanks deze uitdagingen is onze sectoraanbeving neutraal. Dit heeft enerzijds te maken met de historisch lage waardering en het aanwezig zijn van een reeds grote risicopremie. Zo ligt de koers/winstverhouding, een parameter die gemakkelijk over een langere periode te meten is, 30% lager dan het gemiddelde van de laatste 10 jaar. Wat de vooruitzichten op een blijvend sterke marktpositie betreft, biedt ook de waarde van het vastgoed steun. Dit is het geval voor Colruyt, maar niet voor Carrefour. Anderzijds denken we dat de *cash flows* van groepen actief in de juiste formaten, met enige blootstelling aan groeilanden en/of een verder kostenreductiepotentieel de komende jaren op zijn minst op peil zullen blijven. Acquisities en/of verhoging van de aandeelhoudersvergoeding (dividend, aandelenterugkoop) behoren dan ook tot de mogelijkheden. We hebben koopadviezen op **Colruyt** en **Delhaize**. **Ahold** is minstens te behouden.

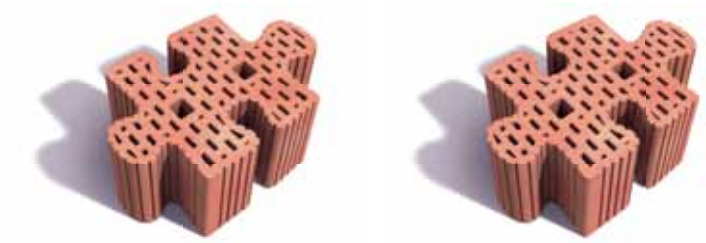
... en voor producenten

Voor producenten van niet-duurzame consumptiegoederen hebben we eveneens een neutrale sectoraanbeveling. Deze sector speelde in 2011 terecht de rol van defensieve sector, aangezien winstcijfers gestaag konden blijven groeien dankzij de sterke blootstelling aan groeilanden. Bovendien, hoe sterker de merken, hoe gemakkelijker de sterk gestegen inflatie van landbouwproducten kon doorgerekend worden. Topper was de subsector van alcoholische dranken, exclusief bieren. Zo profiteerden Diageo en Pernod Ricard van het feit dat het gewicht van landbouwgrondstoffen in de eindprijs van hun producten onder het gemiddelde van de sector ligt, alsmede van de aanwezigheid van luxemerken (Absolut, Chivas,...).

Tot slot beschikt de sector ook over enige ingebouwde flexibiliteit. In die zin dat de negatieve marge-impact van de nood aan meer promotiecampagnes althans tijdelijk kan gecompenseerd worden door een daling van het grote publiciteitsbudget. Toch zijn er ook aan aantal minder positieve elementen. Vooreerst is de volumegroei voor producenten in West-Europa eveneens tot stilstand gekomen. Dit maakte het bv. voor Unilever moeilijk om de sterke stijging van de prijs van oliën en vetten door te rekenen in de voorals nog Europese "Savoury, spreads and dressings" divisie. Ten tweede blijft de sector aan een onveranderde premie tegenover de markt noteren. Qua subsector gaat onze voorkeur naar de persoonlijke verzorgingsproducten omdat daar de concurrentie met eigen merken van supermarkten beperkt blijft. We zijn koper van **L'Oréal**, maar ook van **Heineken**.

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

Bedrijf	Evolutie van de aanbeveling over de laatste 12 maanden	Datum
Ahold	Van Kopen naar Houden	05.01.2012
Colruyt	Van Houden naar Kopen	04.10.2011
Delhaize	Kopen	
Heineken	Kopen	
L'Oréal	Van Houden naar Kopen	30.08.2011

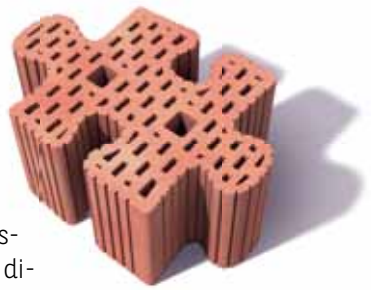


EEN PREMIUM VLUCHTWAARDE

VASTGOED

Vastgoed maakt traditioneel steevast deel uit van een privévermogen wegens de reële activa die de regelmatige inkomsten en het stijgingspotentieel kunnen bieden. Hoewel het niet beschut is tegen een marktommekeer wordt vastgoed beschouwd als een vluchtwaarde, vooral in perioden van economische vertraging.

BART JOORIS, SENIOR EQUITY SPECIALIST, & ALAIN SERVAIS, PRIVATE BANKING INVESTMENTS



Wist u dat?
'Prime' wijst op vastgoed van hogere kwaliteit (kwaliteit van het gebouw, van de prestaties, van de huurovereenkomsten, van de huurder ...) en gevestigd op de meest gegeerde locaties.

Dankzij de gedeeltelijke correlatie met de andere activacategorieën en de verschillende beleggingsmogelijkheden die het biedt, bezit vastgoed vele diversificatieopportuniteiten die aangepast zijn aan de verwachtingen, risicoprofielen en liquiditeitsbehoeften van de beleggers.

Waarom beleggen in vastgoed?

Een belegging in vastgoed kan verschillende doelstellingen nastreven: de risico-rendementsverhouding van de portefeuille optimaliseren (afhankelijk van de keuzes inzake beleggingsmethode, omvang van de activa, de markt of de geografische zones), de volatiliteit van de portefeuille verminderen, de portefeuillespreiding uitbreiden en, tot slot, de grootste reden, streven naar prestatie en dividenden uit de huurgelden en meerwaarden.

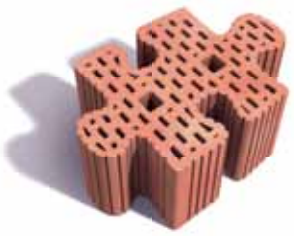
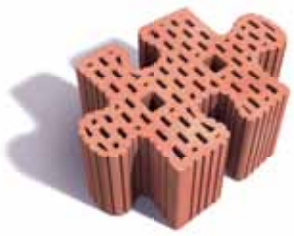
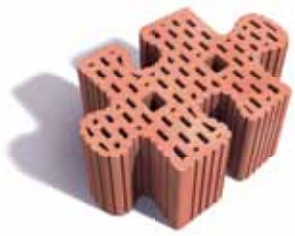
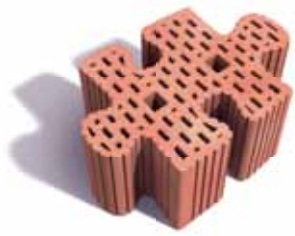
Een rechtstreekse investering in vastgoed stelt de belegger echter bloot aan verschillende soorten risico's: de volatiliteit, het huurrisico, het risico op een daling van de kredietmarkt en een eventuele verhoging van de rentetarieven. Die laatste zou de markt van de vastgoedbeleggingen vertragen en zou op de activawaarden kunnen wegen. Dat risico blijft op dit moment echter tamelijk beperkt.

Uw vermogen veiligstellen met *Premium*-activa

Die activa zijn het meest liquide in de vastgoedmarkt en bieden veilige inkomsten. De *Premium*-markt blijft echter ondervertegenwoordigd (minder dan 5% van de markt voor vastgoedbeleggingen). De zogenaamde *Premium*-activa, die tegen vaste rente gefinancierd worden, zouden beter beschermd moeten zijn tegen een eventuele achteruitgang van de reële economie. De vooruitzichten inzake totaal rendement voor de *Prime*-activa voor bedrijfsvastgoed, overtreffen de andere activacategorieën, die meer onderhevig zijn aan de wispel-

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

Bedrijf	Evolutie van de aanbeveling over de laatste 12 maanden	Datum
Befimmo	Van Kopen naar Houden	20.02.2012
Cofinimmo	Houden	
Unibail Rodamco	Van Kopen naar Houden	30.01.2012
WDP	Houden	

turigheid van de financiële markten. De relatieve zwakte van de rentetarieven biedt de mogelijkheid om de financiering van rechtstreeks vastgoed veilig te stellen tegen goedkope voorwaarden. Door de lage rentes kan worden geprofiteerd van een positief hefboomeffect dat het rendement op eigen vermogen zal verbeteren.

In België

Met een opname van amper 300.000 m² (40% lager dan het vijfjarige gemiddelde) in 2011 kende de **kantorenmarkt in Brussel** een zeer zwak jaar. Bovendien blijft de leegstand zeer hoog: 12%. Uitzondering hierop was het zakencentrum in Brussel waar die leegstand licht daalde (van 7,3% naar 6,8%). Ook qua huurprijzen en investeringen presteerde de markt eerder zwak. Er lijkt alleen interesse te zijn voor de allerbeste (zogenaamde *Premium*) gebouwen.

In die markt zijn de twee grootste Belgische vastgoedbevaks actief: Befimmo en Cofinimmo. Die laatste heeft vijf jaar geleden beslist om haar activiteiten voor een deel te diversifiëren naar andere markten. Momenteel bestaat hun activiteit voor 49% uit kantoren (focus op Brussel), voor 33% uit rust- en verzorgingstehuizen en voor 17% uit beheer voor derden. De markt heeft **Cofinimmo** daarvoor ook beloond: sinds eind 2010 heeft het aandeel (inclusief brutodividend) 0,6% opgebracht (vergeleken met een negatief rendement van 2% voor de STOXX 600). Het bedrijf noteert momenteel 5% beneden zijn nettoactiefwaarde. Die discount is voor ons te klein om in te stappen. Maar met een verwacht brutodividendrendement van meer dan 7% zouden we het aandeel zeker behouden.

Befimmo deelt die strategie niet; het bedrijf zet vooral in op zijn *Premium*-kantorenportefeuille (voornamelijk in het zakencentrum van Brussel) en langlopende huurcontracten (gemiddelde huurlengte: 9 jaar), vooral met overheidsinstanties. Daardoor bleef het huurrendement ook stabiel in de periode 30/09/2010-31/12/2011. De waardedaling van de gebouwen bleef in dezelfde periode onder de 2%. Toch verwacht het bedrijf dit jaar een zwaardere invloed van de crisis en voorspelt daardoor een lager dividend. Het aandeel heeft sinds eind 2010 een negatief rendement (incl. brutodividend) van 8,5% getoond. Daardoor noteert de onderneming nu ongeveer 13% beneden haar nettoactiefwaarde. Door de dividendverlaging bedraagt het brutodividendrendement nu 6,6%. Dit fnuikt een beetje het koerspotentieel wat het aandeel alleen interessant maakt voor dit rendement.

Voor **logistiek/semi-industrieel vastgoed** mag men voor 2011 van een goed jaar spreken. Een verwachte opname van 1.400.000 m² maakt het zelfs een recordjaar. Ook de leegstand is verder gedaald. De verslechtering van de economische situatie sinds de zomer doen echter twijfels ontstaan voor 2012. Logistiek en semi-industrieel vastgoed ondervond reeds sinds de tweede jaarhelft van 2011 een lichte vertraging tegenover het eerste halfjaar. Maar dankzij de lage leegstand en door het ontbreken van speculatieve ontwikkelingen verwacht men een stabiel jaar.

WDP is de grootste genoteerde speler in logistiek vastgoed in België. De onderneming heeft een uitstekende trackrecord in het vinden van projecten met een high yield en heeft veel geïnvesteerd in de modernisering van haar portefeuille. De laatste jaren werd de groep ook steeds actiever in Nederland, wat haar een belangrijke Benelux-investeerder maakt. Bovendien is ze erin geslaagd de leegstand zeer beperkt te houden (2,6%) in een toch meer cyclische subsector, door zich te focussen op meer defensieve klanten. Dat succes is niet onopgemerkt gebleven in de markt: sinds eind 2010 heeft het aandeel een brutorendement van 13% opgeleverd. Dat maakt echter dat de premie ten opzichte van de nettoactiefwaarde opgelopen is tot 36% zodat wij geloven dat het stijgingspotentieel van de aandelenkoers eerder beperkt is. Het brutodividendrendement van meer dan 7,5% is natuurlijk wel aantrekkelijk.

In Europa

Unibail Rodamco (ons advies: Houden) bezit en beheert een vastgoedportefeuille van 23,3 miljard EUR, grotendeels in Frankrijk (61%) maar ook in Nederland, Scandinavië, Centraal-Europa en Spanje. De groep heeft voornamelijk winkelcentra (74% van de portefeuille) in beheer, maar ook kantoren in de regio van Parijs (18%) en congres- en tentoonstellingszalen (8%). Het nettoresultaat voor 2011 hield goed stand in een onzekere omgeving en wist gerust te stellen op een aantal punten:

1. een organische groei van de huurgelden met +4,4%;
2. een goed beheer van de financiële kosten;
3. een lage leegstandsgraad (1,9%) in de winkelcentra en herverhuringen aan veel hogere huurprijzen (+19,4%);
4. een dividend dat behouden blijft op 8 EUR (rendement van 5,5%).

Voor een belegging in een mooi gespreide vastgoedportefeuille kunt u advies inwinnen bij uw private banker.

HOU DE SAMENSTELLING VAN UW PORTEFEUILLE IN DE GATEN

Reba

Op een paar uitzonderingen na was 2011 geen goed beursjaar. Wat heeft 2012 voor ons in petto? Hoewel aandelen op lange termijn dé groeicomponent zijn in een beleggingsportefeuille, bevat deze ook nog andere activaklassen. Cruciale vraag: welke verhouding mag hen worden toebedeeld? Herbalanceren of "rebalancing", luidt het.

CARL JACOBS, PRIVATE BANKING INVESTMENTS

Duurdere activa een kleiner en goedkopere activa een groter gewicht toekennen, dat geeft de belegger de beste kansen op vermogensherstel.

Het geslonken vermogen opnieuw opbouwen zal dit jaar niet lukken door uitsluitend superveilige Duitse staatsobligaties in euro met een nominale jaarrente van minder dan 1% op 5 jaar aan te kopen. Het is echter aan te raden om binnen de diverse activaklassen van een portefeuille accentverschuivingen door te voeren. De optimale samenstelling is voor iedereen verschillend en hangt hoofdzakelijk af van het persoonlijke beleggersprofiel.

Respecteer uw beleggersprofiel.

Elke investeerder belegt conform zijn eigen risicoprofiel en legt zich bijgevolg de discipline op om zijn afgebakende grenzen niet te overschrijden: niet overenthousiast worden als de beurzen een forse stijging achter de rug hebben, niet de handdoek in de ring gooien als beurzen bloedrood kleuren. Dergelijke grootse schommelingen moeten aangewend worden om de opbouw van het vermogen opnieuw in (eigen) balans te brengen.

Emoties en beleggen gaan niet samen.

Meer dan vroeger kennen aandelenmarkten grote schommelingen die even grote emoties zouden kunnen opwekken bij bepaalde beleggers; emoties die zouden kunnen leiden tot impulsieve en vaak verkeerde beleggingsbeslissingen. Aangezien iedereen onderhevig is aan emoties, is het belangrijk een techniek in te bouwen die toelaat deze emoties te neutraliseren als het op beleggingen aankomt.

Ook in 2012 is het wijselijk de methode van systematische aanpak aan te houden. De westerse schuldencrisis zal op de beurzen namelijk nog tot heel wat volatiliteit leiden. De pieken en dalen zijn veel scherper geworden. De 'Buy and Hold'-strategie lijkt naar de prullenmand verwezen. Vroeger kon je aandelen kopen van een gezond en sterk bedrijf en deze tien jaar bijhouden. Dit allom bekende motto is dan ook vandaag de dag ouboll ig geworden. Het beheer van een beleggingsportefeuille is nu veel dynamischer.

Niemand bezit een glazen bol om de laagste en de hoogste koersniveaus perfect te voorspellen en nogal wat beleggers worden door het sentiment van het moment bevangen. Herbalanceren kan een antwoord bieden op dit vraagstuk. Herbalanceren is een doorgaans onderschatte leidraad om op basis van gezond verstand een portefeuille te beheren. Regelmatig (min. twee maal per jaar) uw portefeuille in evenwicht brengen in functie van uw beleggersprofiel en investeringsstrategie is vandaag een noodzaak geworden.

Binnen de dienstverlening Investeringsadvies, zorgt Private Banking voor een rebalancingaanpak om de portefeuille beter met het beleggersprofiel in overeenstemming te brengen. Deze werkwijze wordt doorgenomen tijdens

lancing

een persoonlijk onderhoud met uw private banker: een afspraak bestaande uit een volledige diagnose en analyse van de portefeuille, gevolgd door concrete adviezen op maat.

Bij de samenstelling van de portefeuille wordt een strategieaanpassing voor de hele portefeuille voorgesteld.

De **samenstelling van de naar voor geschoven portefeuille** gebeurt in drie opeenvolgende fasen:

1. de bepalende keuze van de strategische activaspreiding
2. de tactische spreiding
3. de keuze van de afzonderlijke waarden

Private Banking houdt er een **actief portefeuillebeheer** op na:

- actief bij het beheer van het aandelen- en obligatiegewicht;
- actief bij de selectie van fondsen en individuele waarden voor de portefeuille.

Het bepalen van de strategische spreiding van de activa op lange termijn

Het gros van de toekomstige prestatie van de portefeuille wordt bepaald door de strategische keuzes voor de spreiding van de beleggingen over de verschillende activacategorieën. Bedoeling is om over een lange periode het ideale gewicht te bepalen van de verschillende hoofd-activaklassen enerzijds (d.w.z. aandelen, obligaties, alternatieve beleggingen en cash) en sub-activaklassen anderzijds (d.w.z. Europese, Amerikaanse en groeimarktaandelen – obligaties in EUR, Europa ex-EUR, dollar block, rest van de wereld, convertibles – vastgoed, absolute return en grondstoffen). Die wegingen zullen de structuur van de portefeuille vormen. Om deze wegingen te bepalen gebruikt Private Banking twee criteria die kenmerkend zijn voor elke activacategorie: de return en het risico. Bij elk beleggerprofiel past een optimale samenstelling.

HEBT U VRAGEN OVER REBALANCING, AARZEL NIET ER OVER TE PRATEN MET UW PRIVATE BANKER

De tactische (sub)activaspreiding op korte termijn.

Terwijl de strategische activaspreiding de ideale combinatie is van de activacategorieën op lange termijn, trachten we ook de prestaties van de portefeuille op korte termijn te verbeteren door tactische ingrepen, d.w.z. op- of neerwaartse afwijkingen t.o.v. de hoofdindeling (afwijkingen van een redelijke omvang om niet te veel af te wijken van de langetermijnvisie). Die tactische keuzes worden doorgegeven door onze economen en strategen die de macro-economische gegevens in de hele wereld op de voet volgen.

De keuze van de afzonderlijke waarden.

De twee voorafgaande fasen stellen ons in staat om op elk moment en nauwkeurig de belangen van de verschillende activacategorieën in de portefeuille te bepalen. Wat nu nog moet gebeuren, is de verschillende posten opvullen met waarden of beleggingsinstrumenten die het meest performant zijn in hun categorie. De selectie van de fondsen en de individuele waarden vindt plaats op grond van koopadviezen van onze locale en internationale analistenteams.

Het strikt naleven van dit beleggingsproces optimaliseert, bij elke fase, de structuur van de aangereikte portefeuille en de keuze van de waarden, rekening houdend met de marktrisico's en het beleggersprofiel.