

# INVESTMENT FOR WEALTH

## General report

### Comments for February 2012

#### Algemeen

De RISK ON houding zette zich verder in februari. Naar het eind van de maand zwakte deze houding af.

De twijfels over de doeltreffendheid van de LTRO 2 (leningen aan de Europese banken voor 3 jaar aan 1%) en het slagen van een vrijwillige Griekse swap (vrijwillige Griekse schuldherschikking met een verlies van 75%) heeft de aandelen rally gestopt. Enkel de NASDAQ en in mindere mate de S&P zijn hieraan ontsnapt, onder meer door Apple (\$ 545 meer dan 5.000 miljard dollar beurskapitalisatie).

Ook in de prijzen van de commodities zien we dezelfde aarzeling met een opvallende uitzondering : de edele metalen. Op 29 februari is het goud intraday meer dan 100 dollar gezakt wat ook een impact op de mijn aandelen heeft gehad. Deze brutale omkeer van de tendens is de reden van de negatieve return voor deze maand, op de 28<sup>ste</sup> was er een nog kleine winst.

#### Europa

Het Griekse bod voor een vrijwillige schuldherschikking loopt af op 8 maart. Aangeboden wordt het bestaande papier om te ruilen voor nieuw met een verlies van 75%. De monetaire autoriteiten kunnen druk uitoefenen op de banken en verzekeraars om deze deal te aanvaarden, de hedge funds zitten echter in een andere situatie. Als men de schuldherschikking verplicht maakt – dit kan door retroactief een Collective Action Clause (minderheid moet de meerderheid volgen in de deal) in te voeren – verandert het hele PIIGS landschap. Griekenland heeft al aangekondigd een dergelijke CAC in te voeren als er minder dan 75% vrijwillig deelneemt.

De uitbetaling van Credit Default Swaps (verzekeringen op obligaties) gebeurt pas wanneer de International Swaps and Derivatives Association een default definieert. De ISDA moest zich al in alle bochten wringen om de ‘vrijwillige’ schuldherschikking van 75% niet als een default te definiëren, dit ten voordele van de uitgevers van de CDS (vooral grote Amerikaanse

banken). Het wordt echter mission impossible om ook na de invoering van een CAC vol te houden dat er geen uitbetaling moet gebeuren voor de CDS's op Griekse staatsleningen. Sowieso zullen er gevolgen zijn.

Als de CDS's op schulden van Westerse landen door de beslissing van de ISDA in de praktijk waardeloos worden, zullen de PIIGS bij nieuwe schulduitgiftes op nog minder steun uit het buitenland kunnen rekenen. Behalve de financiële instellingen van de desbetreffende PIIGS – tenminste zolang er nieuwe LTRO's komen – zal enkel de ECB, het IMF, de FED en China de nieuwe schulduitgiftes nog onderschrijven.

14% van de PIIGS schulden worden nog steeds door het buitenland gefinancierd. Als ook dit gedeelte binnen de PIIGS op basis van lokale deposito's gedragen moet worden, wordt de toegang tot de kapitaalmarkt voor de lokale privé sector er nog moeilijker (staatfinanciering concurreert voor hetzelfde spaargeld). Een default van de PIIGS zal dan nog veel zwaarder wegen op de banken uit de PIIGS.

Maar als de ECB haar LTRO's blijft voortzetten, hoe kan men dan nog een sanering van de begrotingstekorten verwachten? En als de Fed en China ter hulp komen, wat zijn dan de gevolgen voor de dollar en welke eisen zullen er gesteld worden door de Chinezen?

Als de CDS's toch moeten uitbetalen, wie zijn dan de tegenpartijen en hoe kan een besmetting vermeden worden? In dergelijke situatie zijn onverwachte gevolgen mogelijk zoals gezien na het failliet van Lehman.

Europa blijft nog steeds zoeken naar onaangepaste oplossingen. Men kan geen probleem van teveel schulden weg werken door bijkomende schulden. Zelfs na de schuldenherschikking van Griekenland – al dan niet vrijwillig – blijft de publieke schuld daar onhoudbaar. Er is reeds sprake van een nieuwe redding voor 2013. Gezien de huidige condities lijkt hopen op een herneming van de groei ongerechtvaardigd. Een uitweg zoeken door telkens nieuwe LTRO's uit te geven, zal het vertrouwen van de munt aantasten. En het is duidelijk dat de rest van de wereld niet passief zal toe

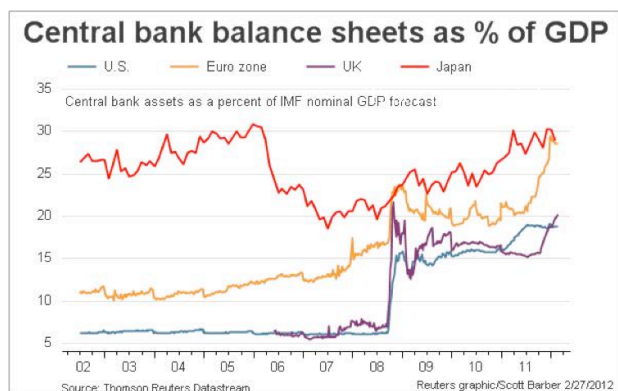
# INVESTMENT FOR WEALTH

kijken bij een forse daling van de euro. En als het buitenland de toekomst van de euro niet wurgt dan zullen fantasistische maatregelen zoals de 75% belasting voorgesteld door Hollande – mogelijk toekomstig president van Frankrijk – daar zeker wel in slagen. De sixpack ingevoerd door het Europese bestuur ter verlaging van de begrotingstekorten werd reeds in gevaar gebracht de dag van ondertekening. Spanje en zelfs Nederland hebben al laten weten dat ze hun engagement qua begroting voor 2012 niet zullen nakomen, maar in 2013 zal het beter gaan en zullen ze dit inhalen. ... in 2013?

Dit doet me denken aan het chanson *Tout va très bien, Madame la Marquise*,... maar de merrie is dood, de stal en het kasteel afgebrand en de markies heeft zelfmoord gepleegd.

Europa voorziet voor april de fusie van het huidige noodfonds met het ESM. Duitsland zou daardoor dus al akkoord gaan met een steunfonds van 700 miljard euro. Het IMF van zijn kant is slechts bereid zijn noodhulp te verhogen met 600 miljard dollar nadat Europa eerst instaat voor duizend miljard euro.

De verwachtingen zijn dus dat de monetaire creatie zeer levendig zal blijven.



Hebben de autoriteiten daarom de hernieuwde interesse in het goud willen afbreken op 29 februari? Het is duidelijk dat de markt zich aan het lanceren was, gestimuleerd door de LTRO 2 van 530 miljard euro, om de kaap van 1800 dollar te recupereren. Het lijkt dat de centrale bankiers niet onbewogen gingen toekijken hoe

de aandacht van het publiek afgeleid werd van de staatsleningen naar de edele metalen. Met een verkoop van 31 ton goud op de COMEX in 20 minuten tijd werd de goudmarkt afgekoeld. Na een initiële ineenstorting hebben de zwakke handen vrijwillig (ja ja vrijwillig) verder het voortouw genomen om het goud met meer dan 100 dollar te laten zakken intraday.

Aangezien de twijfels rond een Griekse herschikking aanhouden en de laatste cijfers een economische afname in Europa bevestigen, brengt dit de euro onder druk en meteen ook de goudprijs. Een hertesten van 1520-1530 dollar blijft dus mogelijk op korte termijn. Langs de andere kant zijn de fundamenten om het goud te doen stijgen nog in gewicht toegenomen in de reële economie, denk aan negatieve reële intresten, competitieve devaluaties, verhoogd tegenpartij risico, nog meer geld printen etc.

We houden dus dezelfde koers aan. Wanneer deze consolidatiefase eindigt zal het goud snel de kaap van 2000 dollar bereiken. Of dit nu in april of in oktober gebeurt is van minder belang gezien onze beleggingshorizon.

## VS

De laatste cijfers tonen dat de VS het beter doet dan Europa. Volgens ons komt dit door de programma's van de FED, de daling van de dollar relatief t.o.v. de deviezen uit de opkomende markten en door hun deficit spending. De vraag is of dit zal blijven duren. Als Bernanke niet nog meer van hetzelfde wil doen, dan kan deze positieve tendens zeer snel omslaan. Bij dreiging van het ineenstorten van de beurzen verwachten we dat de FED nieuwe programma's van kwantitatieve versoepeling zal implementeren want de FED wil de activa ondersteunen zo hopen Joe Sixpack tot consumptie aan te zetten.

## China

De vertraging van China concretiseert zich. De regering stelt een groei voor van slechts 7,5% voor 2012. Hoewel dit niveau de zwakste groei van de laatste 8 jaar zou

# INVESTMENT FOR WEALTH

betekenen blijft onze prognostiek van geen Chinese recessie dit jaar geldig. Als China niet zou afremmen dan riskeren we door de interne inflatie problemen, een impact op RISK ON/RISK OFF.

## Andere BRIC's

Dilma Rousseff spreekt al van nieuwe deviezen oorlog gezien de Braziliaanse real sterk is gestegen t.o.v. de dollar sinds eind 2011. Dit heeft de Braziliaanse centrale bank gedwongen om de intresten nog eens te verlagen. Dit kan olie gieten op de interne inflatie. Alle BRIC landen kennen dit probleem van een ongezonde groei gefomenteerd door de snelle monetaire expansie van Europa en de VS. Het nieuwe gecreëerde geld – als het niet op deposito blijft bij de ECB (+800 miljard euro op 5/03/12) – vlucht naar de opkomende markten op zoek naar een niet-negatieve reële return. Hoe meer austeriteit er wordt doorgevoerd, hoe meer deze tendens zich versterkt.

## Japan

De Yen is eindelijk beginnen zakken sinds zijn piek t.o.v. de dollar en zelfs t.o.v. de euro. De investeringen door de bedrijven lijkt eindelijk te hernemen na de schok van de tsunami, Fukushima en de overstromingen van Zuid-Korea. Het Piam Real Value Growth profiteert hiervan. We hadden ons verlangen om de expositie te vergroten aangekondigd maar de koersen hebben onze aankooplimieten overschreden, we blijven op de uitkijk voor bijkomende aankopen.

## Edele metalen en mijn aandelen

De HUI kon geen weerstand bieden aan de sterke daling van het goud van 29 februari. Nog maar eens kon de 565 punten die een uitbraak zou bevestigen niet ingenomen worden. Hoe langer deze consolidatie duurt, hoe groter de kans op een sterke hausse. We blijven dus geduldig.

In het dagelijks bedrijfsleven hebben vele van onze kleine mijnwaardes verder bericht over de goede vooruitgang van hun projecten en de grootte van hun

bewezen reserves. De majors blijven verhogingen van dividenden aankondigen.

## Performances et trading

### Petercam Horizon Low Risk

Het fonds is in februari met 1,2% gedaald. NAV 12.327,3 EUR

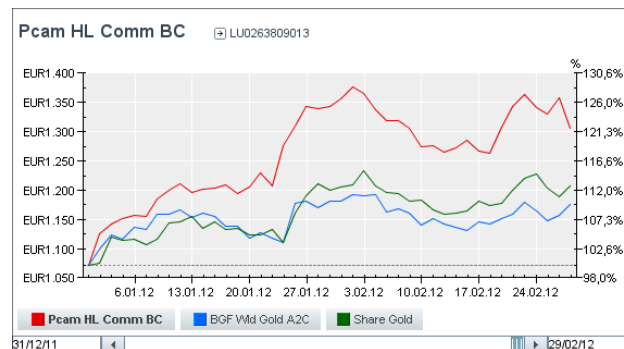
Geen noemenswaardige veranderingen deze maand in de compositie.

### Petercam Horizon Commodities

Het fonds is in februari met 2,8% gedaald. NAV 1305,74 EUR (cap) en NAV 1200,81 EUR (dist)

We hebben het aandeel in juniors nog licht verhoogd. Het fonds stond op 1358 op 28 februari tegen over 1344 eind januari. De brutale ineenstorting van de 29<sup>ste</sup> heeft het doen zakken tot 1306.

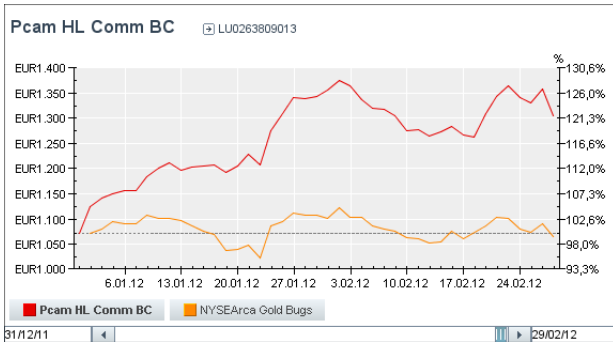
Op dit niveau consolideren we toch nog onze voorsprong op de concurrentie sinds het begin van het jaar.



Zoals reeds vermeld zien we geen motief om de allocatie te herbalanceren zelfs als een tijdelijk daling naar 1530 dollar in het goud mogelijk blijft. We denken dat het 490-500 niveau een stevige steun vormt in de HUI. Het risico van een daling in de mijnen lijkt ons dus beperkt gezien de HUI 523 quoteert op 2/03/2012. Het fonds presteert beter dan de HUI sinds begin van het jaar.



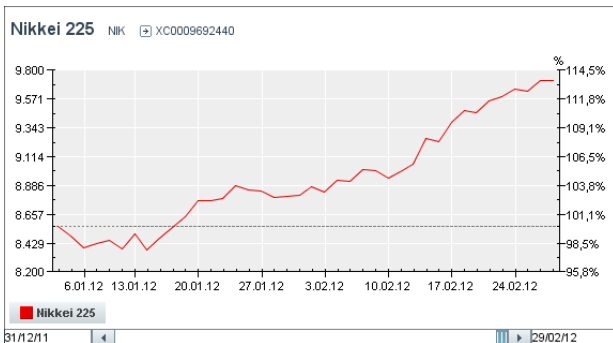
# INVESTMENT FOR WEALTH



## Petercam Piam Real Value Growth

Het fonds is in februari met 2,3% gedaald. NAV 117,12 EUR (D) en NAV 117,62 EUR (B)

Onze expositie in Japan begint eindelijk bij te dragen aan de return. Ook hier is de schok in de edele metalen van de 29<sup>ste</sup> verantwoordelijk voor de terugval van het fonds t.o.v. januari.



Best regards,

The fund manager

*Note : This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of, or located in, any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation. Additional information is available upon request.*

*The information, tools and material presented in this document are provided for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or solicitation to buy, sell or subscribe any securities or other financial instruments. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance and no representation or warranty, expressed or implied, is made by "iW" regarding future performance. Information found in this report has been prepared based on information provided by various financial sources. Information usually attributable to a unique specific source is quoted whenever such information is available. Otherwise, the information may have been gathered from public news dissemination services such as Bloomberg, Reuters or any other news services.*

*Information and opinions presented by "iW" have been obtained from sources believed to be reliable, and, although all reasonable care has been taken, "iW" is not able to make any representation as to its accuracy or completeness. Accordingly, "iW" accepts no liability for loss arising from the use of this document presented for information purposes only. "iW" has no obligation to update, modify or amend this report or otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein becomes inaccurate.*