

## WIE VOLGT?

Hoe zit het eigenlijk met de rest van de bedrijven op het Damrak? Uit een analyse van SNS Securities blijkt dat het leeuwendeel van de bedrijven op het Damrak een beperkte blootstelling heeft aan het risico dat hun pensioenfondsen in de problemen komen. Maar een kleine groep beursfondsen heeft te maken met een "significant" pensioenfondsrisko. SNS Securities noemde naast PostNL ook Air France KLM, ArcelorMittal, AkzoNobel, AMG en Bam.

SNS Securities beoordeelt het risico door te kijken naar drie factoren. Het tekort van het pensioenfonds, de grootte van de verplichtingen en hoe risicovol de pensioengelden zijn belegd. Het pensioenfonds van Air France KLM springt in het oog. Hoewel het tekort volgens SNS Securities wel meevalt, zijn de verplichtingen van het pensioenfonds van meer dan 13 miljard euro enorm. Dit is bijna negenmaal de marktkapitalisatie van de luchtvaartmaatschappij van ongeveer 1,5 miljard euro. Daarbij is het pensioengeld vrij risicovol belegd (meer dan 40% in aandelen), waardoor de mogelijke impact voor aandeelhouders groot is als de financiële markten tegenzitten. Gegeven de op het moment historisch lage rente en de rampspoed op financiële markten belooft dit weinig goeds voor beleggers in Air France KLM. Op de dag dat dit nummer ter perse gaat weten beleggers meer, want dan komt de luchtvaartmaatschappij naar buiten met haar kwartaalcijfers.

jard is klein vergeleken met de totale pensioenverplichtingen van meer dan 5 miljard euro. Gezien het immense pensioenfonds valt een tekort van 468 miljoen euro dat is ontstaan als gevolg van de lage rente wel mee. Het is de scheve verhouding die maakt dat PostNL pensioenproblemen nauwelijks kan verdragen. De operationele problemen van PostNL zullen "invloed hebben op het vermogen om dividend in contanten uit te keren", schrijft de onderneming. Topman Koorstra wil in de toekomst dan ook uitsluitend dividend in aandelen uitkeren totdat het geconsolideerde eigen vermogen weer positief is. Hoewel PostNL aardig draait verpest de beroerde balans het cashdividendfeestje. Een scenario waar Koorstra, die bij de splitsing in mei beloofde dat PostNL een dividendaandeel zou worden, geen rekening mee lijkt te hebben gehouden. ■



Door Marc Langeveld  
Fondsbeheerder Antaurus Capital Management

## Super Mario moet EU redden

In Brussel kwamen de belangrijkste EU-landen bijeen om na maandenlang dralen de schuldproblemen op te lossen. Alleen zijn de contouren van de plannen weinig hoopgevend. De 'vrijwillige' haircut op Griekse obligaties van 50 procent geldt alleen voor private investeerders, niet voor de ECB en de trojka. Hierdoor daalt de Griekse staatsschuld slechts met 100 miljard euro, ofwel 50 procent wordt slechts 28 procent. Ook de herkapitalisatie van banken ad 106 miljard euro en de vereiste 9 procent solvabiliteit schieten tekort. De Europese banken willen deze 9 procent niet bereiken door een kapitaalversterking, maar door het verlagen van de uitzettingen. Dit zal de fragiele economie en daarmee alle plannen voor collectieve schuldverlaging geen goed doen. De markt heeft behoefte aan rust en alleen het dreigen met een echte 'lender of last resort' kan de rust doen wederkeren. De ECB is met haar eurogeldprinter in Europa de enige betrouwbare lender of last resort, in tegenstelling tot het te kleine en met weeffouten opgezette EFSF.

De 'onafhankelijke' ECB wordt echter kort gehouden door met name Duitsland. Als de ECB had gesteld dat zij met onbeperkte middelen de financiële stabiliteit van Europa zou verdedigen, ofwel de rentes (spreads) voor de problemlanden beheersbaar zou houden, zou niemand een poging wagen om de risicolanden Italië en Spanje aan te vallen. Immers, de ECB zou in deze strijd altijd aan het langste eind trekken, dus is het financiële zelfmoord om dit als tegenstander te proberen. Grote kans dat dit afschrikwekkende beleid er uiteindelijk toe leidt dat er geen besmetting naar Italië en Spanje optreedt en dat de ECB nauwelijks hoeft in te grijpen.

De meeste centrale banken printen nieuw geld, te weten de Federal Reserve, de Bank of England, Swiss National Bank, Bank of Japan. Alleen de ECB (en Duitsland) zijn tot nu toe mordicus tegen. Maar dit kan veranderen als per november 2011 (Super) Mario Draghi aan het roer komt. In het ideale scenario zal de ECB zich voegen bij de collega-centrale banken, geld printen en toestaan dat de inflatie een aantal jaren boven de norm van 2 procent komt. Dit lijkt inmiddels consensus onder centrale bankiers om de nominale schuld wereldwijd versneld te verlagen.

Naar buiten toe zullen ze volhouden dat het beleid erop is gericht om de inflatie te beteugelen om niet aan geloofwaardigheid in te boeten, maar het is natuurlijk al volstrekt duidelijk dat de banken, pensioenfondsen en de immense wereldwijde schuld gebaat zijn bij wat meer wereldwijde inflatie. Met een toegestane jaarlijkse inflatie van 3 tot 5 procent zullen de nominale schulden snel kleiner worden, een bijkomend voordeel voor de door schulden geplaagde landen. In een periode van tien jaar zullen de nominale schulden met 30 tot 50 procent gedaald zijn en samen met extra aflossingen uit de aangehaalde budgetdiscipline met waarschijnlijk 50 tot 75 procent. De banken krijgen versneld vet op de botten door de steilere yieldcurve en pensioenfondsen krijgen lucht door een stijgende tienjaarsrente en daarmee een betere dekkingsgraad.

De geldontwaarding is aantrekkelijk voor schuldenaren, maar de keerzijde van deze medaille is dat deze ook geldt voor het actieve spaarvermogen. Plekken voor spaarders om actief te schuilen zijn investeringen in aandelen/bedrijven in een oligopolistische omgeving met de nodige pricing power en, zolang centrale banken de geldprinters gebruiken, beleggingen in energie-, edelmetalen- en agricommodities. Bijkomend voordeel is dat als het slapende spaargeld actiever wordt gemaakt ook de economie hiervan een impuls kan krijgen. Hup Mario, je kunt het! ■