

FINANCIËLE TRENDS

NIEUWSBRIEF VOOR BELEGGERS

9E JAARGANG | NUMMER 40 | 1 DECEMBER 2003

AGENDA

2 december	VS autoverkoop
3 december	VS Loonkosten, arbeidsproductiviteit
4 december	Reed Elsevier Trading update VS groothandelsverkoop
5 december	vs Werkeloosheid

**DIT IS HET LAATSTE
REGULIERE NUMMER
VAN DIT JAAR.**

**ROND 17 DECEMBER
VERSCIJNT
NUMMER 41
MET DE TRADITIONELE VISIE
OP HET NIEUWE JAAR**

Steentjes Vermogensbeheer B.V.

Vergunninghouder AFM

*Nieuwe Ginnekenstraat 20d
Postbus 1848
4801 BV Breda
telefoon 076 514 84 41
fax 076 514 23 92
www.steentjes-vermogensbeheer.nl*

Wie de ontwikkeling van de Europese monetaire integratie in de afgelopen decennia heeft gevolgd is niet onder de ondruk van de paniek bij sommigen over het stabiliteitspact.

Minister Zalm had het over een ijskast waar het pact in is beland. Anderen stelden dat het pact nu dood is en begraven. Dat laatste hebben we vaker gehoord.

STABIELE BASIS

Het sluiten van een muntunie zoals vastgelegd in het verdrag van Maastricht, was volgens vele critici een hele zware opgave. Immers een van de belangrijkste peilers onder een dergelijk akkoord is dat de economieën van de deelnemende landen redelijk in de pas met elkaar moeten lopen. Want als zwart wit gesteld één economie sterk groeit en de ander in een recessie verkeert dan zou dat de kapitaalstromen en de arbeidsstromen ernstig kunnen verstoren. En wie heeft er vertrouwen in een munt waar grote onevenwichtigheden in voorkomen.

SLANG

Nu kwam de samenwerking via de euro niet uit de lucht vallen. Al sinds 1971 trachten de Europese landen samen te werken om hun munten niet teveel van elkaar te laten afwijken. De slang was een van de eerste pogingen. Binnen dit arrangement zouden de munten niet meer dan 2,25% van elkaar afwijken. Het eerdere voorstel van een afwijking van 0,6% bleek niet haalbaar te zijn door het uitbreken van de oliecrisis. Het slangarrangement was overigens al eerder door Nederland en België toegepast. Dat zijn ook de landen, samen met West-Duitsland, Denemarken en Luxemburg die vanaf het begin tot het einde hebben deelgenomen aan de slang. Inderdaad, Frankrijk stapte op een gegeven moment uit.

EMU

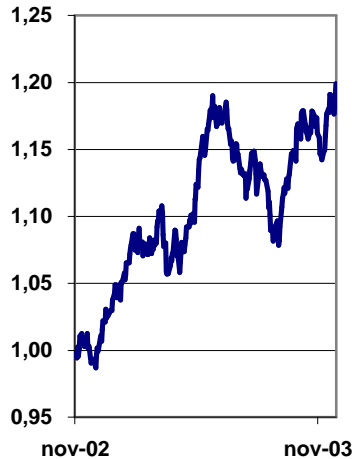
De opvolger van de slang was het Europees Monetair Stelsel (EMS). Dit kwam vooral op aandrang van Frankrijk (Giscard d'Estaing) en Duitsland (Helmut Schmidt) tot stand. Voor dit pact waren velen zeer enthousiast. De kern was wederom smalle bandbreedtes waartussen de munten mochten fluctueren. Dit was net als bij de slang 2,25% maar nu van de zogenoemde spilkoers. Alleen voor Italië was de fluctuatiemarge 6%. Uitvloeisel van de EMU was de creatie van de ECU. Eigenlijk de prille voorganger van de euro zij het dat het niet officieel geld was maar meer een verrekeningseenheid. Het stelsel werkte redelijk wel en van tijd tot tijd werd er een andere spilkoers bepaald. In het begin waren er regelmatig aanpassingen, waaronder de beruchte daling van de gulden. Deze werden echter steeds minder. Spanje en Portugal kwamen erbij. En het grootste succes was de toetreding van het Verenigd Koninkrijk in 1990 (met een bandbreedte van 6%). Zelfs het altijd onafhankelijke Noorwegen koppelde de Noorse munt aan de Ecu. Het was duidelijk dat de Europese muntunie op basis van flexibele wisselkoersen een groot succes was geworden. Niets stond de regeringsleiders in 1992 in de weg om de volgende stap te nemen. Namelijk een enkele (echte) munt. Maar de grootste klap moest nog komen.

Vervolg pg 2



RENTE EN VALUTA

Euro



10 y Nederland



10 jaar Nederland	4,46
10 jaar Duitsland	4,44
10 jaar VS	4,30
10 jaar Japan	1,23
3 maands Euro	2,16
3 maands Ponden	3,98
3 maands Dollars	1,17
3 maands Yennen	0,05

VERDRAG VAN MAASTRICHT

Het beroemde verdrag van Maastricht was de opmaat naar de euro. Maar de wereld was veranderd. Met name door de samenvoeging van Oost en West Duitsland waren de economische verhoudingen verstoord. De Mark was een krachtige munt omdat iedereen in Duitsland wilde investeren. Dit zorgde ervoor dat de Muntunie barsten begon te vertonen. Munten moesten in een rap tempo worden gedevalueerd. De lire, de peseta, het Ierse pond. Critici waren het eens, de invoering van een munt was een onmogelijke opgave. Helemaal leken zij gelijk te krijgen op 17 september 1992 toen de Italiaanse lire en het Engelse pond uit het stelsel traden. Vlak daarna verlieten Finland, Noorwegen en Zweden het stelsel. De druk werd alleen maar groter en in de zomer van 1993 kwam het tot een apotheose. De fluctuaties die munten mochten hebben tot de spilkoers werd opgerekt van 2,25% naar 15% (met uitzondering de gulden en de mark). Deze noodmaatregel werd vooral genomen door de enorme druk die op de Franse franc werd uitgeoefend.

STABILITEITSPACT

Zoals gesteld in de inleiding: wie alles overziet inzake de monetaire integratie in Europa is niet verbaasd over de huidige situatie Het pad is er een van veel vallen en opstaan. Wat de situatie echter opmerkelijk maakt is de houding van Duitsland. Juist met de speculatie versus de Franse franc in 1993 in gedachten wilde Duitsland onder leiding van Kanselier Kohl harde afspraken. Iedereen mocht deelnemen aan de nieuwe munt maar moest zich ook gaan houden aan afspraken inzake begrotingsdiscipline. Dit was vooral bedoeld tegen de Fransen. Immers in de gehele geschiedenis van de muntunie waren het telkens de Fransen die zich op het laatste moment terugtrokken van de afspraken.

Wat dat betreft is het nu "l'histoire se repète". Ook nu zijn het de Fransen die de grens van 3% van het begrotingstekort aan hun laars lappen. Het meest opvallende is echter dat zij nu worden gesteund door Duitsland.

AFSPRAAK IS AFSpraak

Waren de Duitsers immers met de gedachte van Zalm en consorten meegegaan dan was Frankrijk zeker een strafsom opgelegd. Maar omdat Duitsland in eigenlijk dezelfde situatie zit als Frankrijk kiest men liever voor het flexibel interpreteren van de afspraken dan voor de consequenties. Het is opvallend dat juist Hans Eichel dit heeft gedaan. Hij is het tegenbeeld van zijn Franse collega. Naar verluid doet Eichel zelf zijn was omdat hij een huishoudster te duur vindt. Een dergelijk man kan moeilijk van spilziekte worden beschuldigd zoals nu veel commentatoren doen.

IS HET ERNSTIG?

Het antwoord op deze vraag is simpelweg nee. Natuurlijk is het netter en geloofwaardiger als de 3% limiet als grens werd aangehouden. Maar we schreven in 1997 al dat er vast een tijd komt dat er een overschrijding komt door bijzondere omstandigheden. Voor de trouwe lezers, we dachten aan bijvoorbeeld aan het wegvallen van de Franse wijnoogst. Zoals bij veel voorspellingen gebeurt dat juist niet maar iets totaal anders. In de ogen van de Duitsers is er nu een bijzondere situatie die een bijzondere maatregel met zich meebrengt. Wat wel kan gesteld worden is dat de budgetten stringent worden bewaakt.

Er vinden dus eerder bezuinigingen plaats dan zonder het stabiliteitspact. En dat kan uiteindelijk zorgen voor hernieuwde economische groei. Wellicht daarom is de euro niet zo zwaar gedaald als vele (waaronder wij) hadden verwacht. Toch blijft waakzaamheid geboden en zijn wij niet vast op de euro.

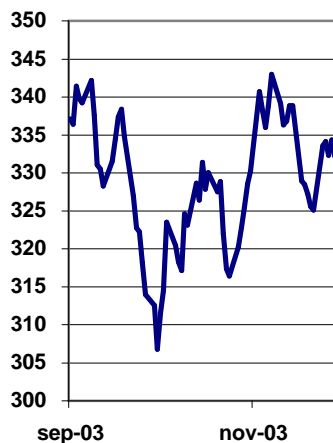


NEDERLANDSE BEURS

BELANGRIJKSTE KOERSVERANDERINGEN

Fonds	Koers 22 nov	Koers 29 nov	%
Crucell	€3,40	€4,14	+21,8
Fornix	€11,00	€13,36	+21,5
Twentsche Kabel	€16,45	€18,90	+14,9
Nedlloyd	€25,50	€27,65	+8,4
Vedior	€11,81	€12,63	+6,9
Ballast Nedam	€5,27	€4,45	-15,6
Ahold	€6,76	€6,02	-10,9
Petroplus	€6,75	€6,47	-4,2
Versatel	€1,74	€1,70	-2,3

AEX



Fortis



Met Thanksgiving in de Verenigde Staten was het op de Nederlandse beurs ook redelijk saai. De meeste aandacht ging uit naar de emissie van Ahold.

Het vergde weer enig rekenwerk om een claim te berekenen. Voor elke 3 aandelen Ahold die men heeft kan men 2 nieuwe aandelen kopen tegen een prijs van € 4,83. Op basis hiervan was de claim afgelopen donderdagochtend €1,215 waard. In sommige publicaties werd gesteld dat dit dan ook de theoretische claimprijs is. Dat is niet helemaal waar. Een claimprijs heeft geen vaste theoretische waarde maar is afhankelijk van de koers van het aandeel.

DALING

Naarmate de koers van Ahold daalde werd de claim dan ook automatisch minder waard. Vrijdag was de laatste koers €0,78. Dat de koers van een aandeel daalt tijdens een claimemissie is te verklaren. Een belegger die een bepaalde weighting in een aandeel in zijn portefeuille heeft zal door de emissie een grotere weighting krijgen. Om dit te voorkomen zal hij dus een deel van zijn aandelen van de hand doen. Daarnaast worden aandelenkoers en koers van de claims ook beïnvloed door diverse andere aspecten. Er zijn handelaren die graag in de claims handelen. Gezien de prijs fluctuaties in de eerste twee dagen zeker begrijpelijk. De daling van het aandeel zien we derhalve niet als verontrustend. En zeker geen reden om niet mee te gaan doen aan de emissie. Bedacht moet altijd worden dat men weliswaar een groter bedrag in Ahold gaat investeren maar dat Ahold hierdoor wel degelijk een ander bedrijf gaat worden. De €3 mld wordt niet aangewend om nieuwe aankopen te financieren maar om schulden af te lossen. Het bedrijf wordt dus financieel gezien beter.

FORTIS

Er zijn van die aandelen die altijd lijken teleur te stellen. Fortis is een van die aandelen die deze nominatie zou willen gaan ontvangen. Want ondanks dat meer dan 90% van het jaar om is, stelt het bedrijf dat men nog geen voorspelling over dit jaar zou willen doen. Wij hebben vaak op deze plaats regelmatig geschreven dat er natuurlijk alle begrip voor moet zijn als een bedrijf weinig durft te zeggen. In de afgelopen jaren zijn vele voorspellingen achteraf te voorbarig geweest. Vandaar dat men deze dagen voorzichtig is. Maar als 11 maanden van het jaar voorbij zijn, in een bedrijfstak die relatief stabiel is en men durft geen uitspraken te doen is ietwat onbegrijpelijk. Je zou bijna gaan denken dat de management-systemen bij Fortis ernstig aan vervanging toe zijn.

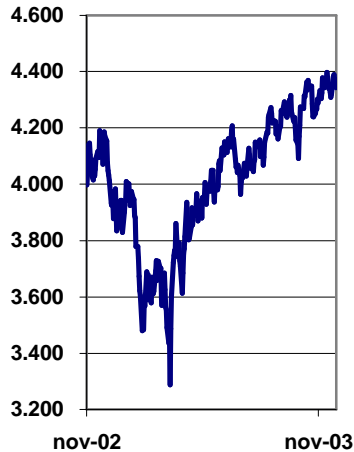
CIJFERS

Ondanks het ontbreken van vooruitzichten is het niet zo dat wij daarmee zeer negatief op het aandeel zijn. Daarvoor zijn de kerncijfers veel te goed. Immers Fortis heeft op dit moment met een verwacht dividend van €0,88 het hoogste dividendrendement van de AEX fondsen. En ook op basis van de k/w verhouding is het fonds goedkoop. De cijfers die men publiceerde waren zeker niet tegenvallend. De bankendivisie was het onderdeel dat relatief teleurstelde. De ietwat lagere resultaten dan verwacht kwamen vooral door de resultaten van de handelsafdeling. De verzekeringstak (zowel leven als niet-leven) waren in lijn der verwachting. Met het herstel van de financiële markten zal ook Fortis positiever worden beoordeeld.

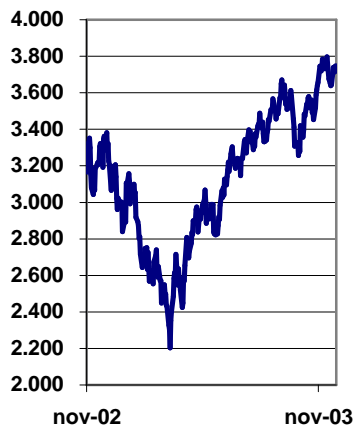


EUROPESE BEURZEN

Londen FTSE-100



Dax Xetra



CAC-40



Met de euro op een koersrecord is het opvallend dat de Europese beurzen het relatief nog zo goed doen. De meeste indexen staan op het hoogste punt van het jaar.

AUTOFABRIKANTEN

De belangrijkste slachtoffers van de dalende dollar zijn de automobielfabrikanten. En dan met name Volkswagen, BMW, Porsche en DaimlerChrysler. Voor de eerste drie is de daling van de munt met name een afzetprobleem. De auto's worden omgerekend in dollars steeds duurder waardoor de Amerikaanse consument minder happig wordt om deze auto's te kopen. Voor DaimlerChrysler is de situatie iets gecompliceerder. Immers naast het feit dat zij Mercedes exporteert naar de VS exporteert het Chrysleronderdeel auto's naar het oude continent. Deze worden dus voor de Europeanen steeds goedkoper. De invloed van koersontwikkelingen zijn voor dit bedrijf dus minder negatief dan voor bijvoorbeeld Porsche en BMW. Voor de Franse automobielfabrikanten geldt dat gezien hun relatief geringe export naar de VS zij ook minder gevoelig zijn voor de ontwikkeling van de valutakoersen. Overigens behoort de automobielsector niet tot onze favorieten binnen Europa.

OVERNAME

Naast de ontwikkeling van de euro waren ook de geruchten over een Duitse bankenfusie het gesprek op de Europese markten. Vooral de Duitse kranten suggereerden dat het de Duitse regering er alles aan gelegen is om buitenstaanders (lees Amerikanen) buiten de deur te houden. Een fusie tussen HVB, Deutsche en Commerzbank lijkt dan ook de meest voor de hand liggende oplossingen om de "Barbaren" buiten de poort te houden. Maar het creëren van een grote bank in Duitsland lijkt ook op problemen te stuiten. Immers de Europese commissie zal een dergelijk machtsconcentratie niet toestaan.

MUNICH RE

De overnamespeculaties zorgden voor sterk oplopende koersen bij de banken. Deutsche Bank bijvoorbeeld steeg met ruim 7%. Maar het was niet allemaal rozengeur en maneschijn in de financiële sector. De cijfers van Munich Re waren teleurstellend en de koers daalde hierop met ruim 4%. Er was weinig positiefs te halen uit de resultaten. Geen enkel onderdeel van het bedrijf had beter dan verwachte cijfers. Vooral de divisie Leven was teleurstellend met verliezen op het operationele vlak. Het behoeft weinig toelichting dat wij voorlopig van dit aandeel zouden afblijven.

CAC 40

Sinds vandaag (maandag 1 december) is er een verandering gekomen in de berekening van de CAC 40 index. De index wordt niet langer berekend op basis van marktkapitalisatie maar op basis van free-float. Van belang is derhalve niet meer hoeveel aandelen een bedrijf heeft uitstaan maar hoeveel aandelen er daadwerkelijk verhandeld kunnen worden. Hiermee komt ook de Franse aandelenindex iets meer richting van de internationaal geaccepteerde methodiek van het berekening van aandelenindexen. Op de laatste dag van de handel volgens de oude methodiek was er overigens nauwelijks sprake van belangrijke verschuivingen. De transformatie ging dus geruisloos.