

2 augustus 2011 ♦ Nummer 2

INHOUD

Editoriaal	1
Activiteit in de economie....	2
Obligaties en banken	3
Valuta.....	4
Olie & olie-aandelen.....	5
Revolutie in energie.....	8
Vastgoed	9
Goud en zilver	9
What's next?	11
Beleggingsrooster	12

MACROTRENDS is een uitgave van:

Mr. Market bvba
Lindendorp 44/B
3990 PEER
BELGIË

Ondernemingsnummer: 859.787.808

Abonnementen:

e-mail : support@macrotrends.be

Afgifte LEUVEN 1
P409341

In het oog van de storm

Bij onze lokale bank, dat is algemeen geweten, wordt maar een fractie van de spaartegoeden van de klanten daadwerkelijk in bewaring gehouden. Kredieten voor de klanten worden uit het niets tevoorschijn getoverd. En weddenschappen met hoog risico zorgen voor niet onaardige winsten. Je zou het een *casino* kunnen noemen



Welnu, in 2008 stond het casino in lichterlaaie, en zagen we de grote spelers al panikerend met hun jetons in het rond schuiven. De hele financiële wereld leek te vergaan. Gelukkig was daar plots Don Vito Corleone met zijn clan van centrale bankiers en overheden, die er met een paar heldhaftige pennentrekken voor zorgde dat de brand geblust werd. Niet met water, nee, maar met een ongeziene stroom papiergeld.

Ondertussen zijn we drie jaar verder. De tafels werden afgestoft, de stoelen herschikt, en de grootbanken spelen weer verder in het casino. De economie is dood, leve de economie! Want er wordt dan wel steeds gesproken over de 'eerste tekenen van herstel', in de praktijk is daar helemaal niets van te zien.

Eén van de meest betrouwbare thermometers waarop de wereldwijde economische handelsactiviteit kan worden afgelezen, is de Baltic Dry Index (BDI). Deze geeft weer hoeveel het gemiddeld kost om grondstoffen per vrachtschip de wereld rond te sturen. Hoe lager de vraag naar wereldwijd transport, hoe lager de prijzen. Hieronder zie je de BDI, weergegeven in US Dollar (zwart), in Zwitserse Frank (groen), en in goud (geel):



Heropleving? Daar zie ik niets van. En ondertussen liggen in het casino nog steeds bergen papiergeld te smeulen, het begin van een nieuwe brandhaard—dit keer die van de obligaties en het papiergeld. Want het economisch herstel is een illusie. Dit is geen prille lente, maar wel het oog van de storm.

Activiteit in de economie

De uit-het-niets gecreëerde kredieten van de voorbije decennia hebben voor een ‘overstrekking’ van de Westerse economie gezorgd: bedrijven en particulieren gingen boven hun stand leven, en er werden projecten opgestart waarvoor eigenlijk niet genoeg middelen waren: er ontstond een zeepbel. Het klappen van de zeepbel is feitelijk de fase waarin de economie zich heraanpast aan de realiteit. Zo beseft het gemiddeld Westers bedrijf stilaan dat de te verdelen economische koek minder groot is dan gedacht, en gaat het zich nu meer richten op besparing en efficiëntie—niet op groei.

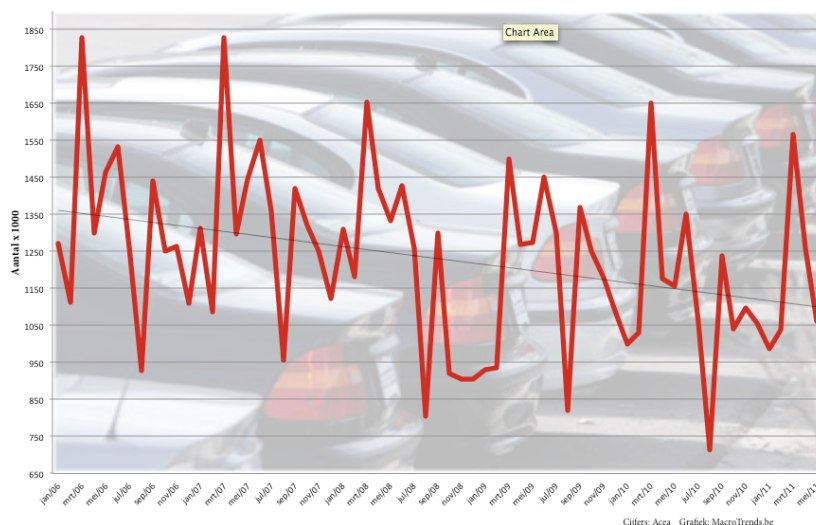
Dat deze evolutie ook in Europa speelt, zien we duidelijk aan de slinkende stroom investeringen die de EU binnenkomt en die vanuit de EU vertrekt. Een rapport van Eurostat¹ uit juni stelt: “In 2010 daalden de uitgaande investeringen voor het derde opeenvolgende jaar, ze zijn nu 62% lager dan in 2009.”

En verder:

“De binnenkomende investeringen in de EU daalden in dezelfde periode met 75%. Vergeleken met de recordniveaus van 2007 zijn de uitgaande investeringen met een factor vijf gedaald, en ingaande investeringen met een factor acht.”

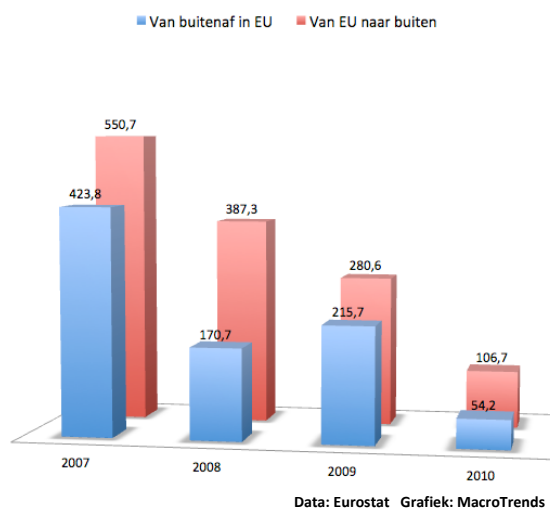
Ook de Europese consumenten blijven de broeksriem aanhalen: Des te opmerkelijker is dat deze vertraging in de economie plaatsvond

Verkoops cijfers particuliere wagens in de E.U.

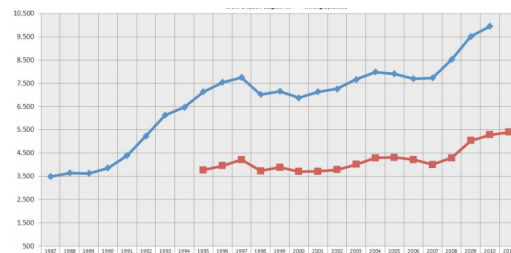


ondanks de historisch lage rentevoeten. In de eerste helft van 2008 stonden

Directe Buitenlandse Investerings van en naar de EU



Tijdens een economische heraanpassingsperiode moeten vele bedrijven de boeken sluiten.



Jaarlijkse faillissementen in België, sinds 1987 (blauwe lijn). In de eerste helft 2011 werd opnieuw een record gevestigd. Bron: graydon.be

“Een grote bedreiging voor de Nederlandse economie is een mogelijke terugval van de wereldhandel”.

ING Dutch Economic Outlook 2011

¹ Eurostat, ‘Statistics in Focus’, 25/2011. <http://tinyurl.com/4x6r3ja> (pdf) De data van 2010 is gebaseerd op schattingen.

de rentevoeten van de ECB op 4%. Toen de crisis toesloeg, gooide voorzitter Trichet de papiergeldsluizen wijd open door de basisrente (de rente waartegen de private banken bij de ECB om een lening kunnen vragen) te verlagen tot het lachwekkend lage niveau van 1%. “Goedkoop geld trekt de economie weer vlot”, was de redenering. De realiteit bleek helaas anders.

Obligaties en Banken

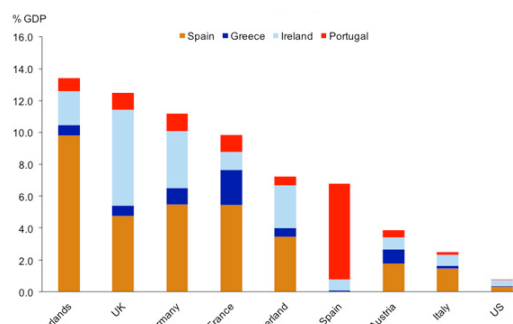
In **Amerika** was het debat over het schuldenplafond één grote farce. Zonder actie van het congres was de V.S. op 2 augustus failliet gegaan. Uiteraard werd het plafond opgetrokken: de overheid mag de komende tien jaar nu ruim 7 biljoen dollar méér in het rood gaan. Waarom deze deal zo vanzelfsprekend was: sinds 1980 was het schuldenplafond al 38 keer opgetrokken. Overheden verklaren zichzelf niet bankroet—de bevolking doet dat.

Eén manier om de overheid failliet te verklaren, is het dumpen van obligaties. Dat gebeurde bijvoorbeeld in **Italië**, waar de schuldverdobbelingstijd van de 10-jarige obligaties sinds vorige maand daalde van 13,49 jaar tot 11,67 jaar (nu 6,12%). Uit vrees voor de resultaten blies het land zelfs de in augustus geplande veiling van nieuwe obligaties af. De **Spaanse overheid** zit in een even netelige situatie als de clan van Berlusconi: vorige maand verdubbelde de 10-jarige schuld er nog in 13,2 jaar, vandaag is daar nog maar 11,4 jaar voor nodig. De tijd vliegt! Zoals te verwachten met haar wankelbanken en hoge schulden, schaaft ook **België** alweer anderhalf jaar van haar verdubbelingstijd af (nu 4,4% rente op de 10-jarige kasbon). En de 10-jarige obligaties van het bankenstaatje **Cyprus** prikten door de rentevoet van 10(!) procent—hoe lang nog voor ook **Luxemburg** in de problemen komt? De niet-PIIGS **Duitsland** en **Nederland** zijn nu even veilige haven voor vluchtend kapitaal, en zagen hun rentevoeten lichtjes dalen. Euro- en dollarobligaties zijn een bijzonder gevaarlijke belegging geworden, en moeten m.i. zonder uitstel verkocht worden.

Met **Italië** dat in haar voegen kraakt, richten de blikken zich meteen op de banken die de grootste blootstelling aan Romeinse derivaten hebben (in volgorde van dalende blootstelling): **Deutsche Bank**, **BNP Paribas**, **Dexia**, en de Italiaanse banken Unicredit en Intesa San Paolo. Hun koersen daalden de voorbije maand met 15 tot 24%. Die banken zijn uiteraard niet de enigen die in de problemen zullen komen naarmate de schulden crisis zich verder ontwikkelt.

Hiernaast zien we in welke landen de bankiers de meest klamme handen zouden moeten hebben. Jammergenoeg staat Italië hier niet bij, maar het is duidelijk dat **Italië** en **Spanje** de kettingzagen van Europa zijn: als één van beiden valt, worden in een wip de poten van onder de banken en overheden van alle andere EU-kernlanden gezaagd.

Voor een inschatting van wat de nabije toekomst brengt, is het altijd interessant om te kijken naar de activiteiten in de Sigma-X poule, het



Blootstelling van banken aan de totale schuld van Spanje, Griekenland, Ierland, Portugal—in termen van het BBP van hun moederland. (Bron: zero hedge)

Wie valt het eerst? Place your bets!

Verenigde Staten	+ 10,1%
Italië	+ 5,5%
China	+ 4,6%
Japan	+ 4,1%
Mexico	+ 3,5%
Frankrijk	+ 3,5%
Verenigd Koninkrijk	+ 3,3%
Brazilië	+ 2,8%
België	+2,1%
Duitsland	+ 1,2%

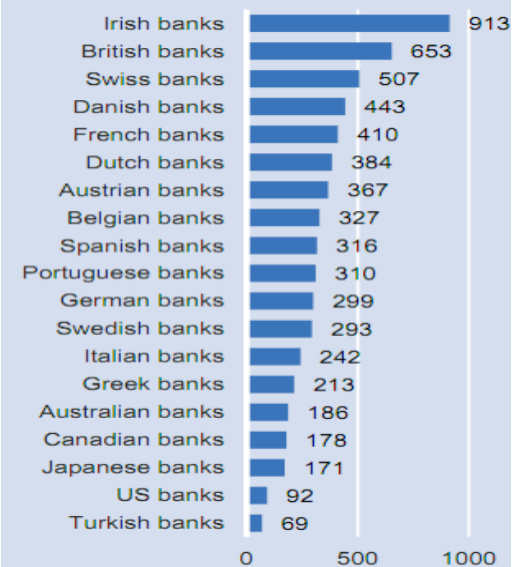
Hierboven een greep uit de Credit Default Swap-contracten (CDS) die de voorbije maand het meest verkocht werden. (bron: zero hedge)

“De financiële pers zal schrijven: ‘Wow, Griekenland is failliet!’ Maar de markten zullen zeggen: ‘wat is het volgende land?’ Vervolgens zal de hele EU onder druk komen te staan. Ik geloof niet dat de Unie over twee jaar nog zal bestaan”.

Senior econoom bij Bloomberg
Richard Yamarone , 18 juni 2011

Relative size of banking sector

%, bank assets to GDP, Q2/2010



Bron: Deutsche Bank

Hierboven het formaat van de banken uitgedrukt in het BBP van hun moederland. Let op België (327%) en Nederland (384%).

Mijn interpretatie: de toxische portefeuilles en microscopische reserves van de banksector zijn een veel grotere bedreiging voor de economie dan de staatsschuld dat is.

anonieme platform waar vanwege de grote jongens uit de financiële wereld vele miljarden verhandeld worden. Daar wordt dus ook short gegaan op de banken. Op 25 juli werden de grootste handelsvolumes genoteerd bij de Italiaanse banken Intesa (koers -25% in de voorbije maand) en Unicredit (-24%), gevolgd door de Britse Lloyds bank (-20%). In het lijstje zien we verder ook bekende namen als **BNP Paribas** (-20%), **Credit Agricole** (-24%), Ageas (-27%), en **Axa** (-20%) staan. De nieuwe bankencrisis is in feite al in volle gang, overall in Europa halen spaarders geld weg uit hun bank.

Toch geloof ik niet dat de EU binnenkort grote banken zal laten omvallen. (tenminste zolang geen lidstaat uit de unie gestapt—als dat gebeurt is alles mogelijk). Daarvoor is het besmettingsrisico te groot. Maar ik kan natuurlijk ongelijk hebben. Wie zich wil **beschermen tegen bankfaillissementen** kan dat risico verkleinen door zorgvuldig zijn bank te kiezen. Op 15 juli publiceerde de EBA de resultaten van haar stresstest, een studie waarin een sample van 90 banken werd blootgesteld aan een scenario waarin EU-obligaties afgewaardeerd zouden worden. Volgens die resultaten² zou de Spaanse private **Banca March**³ de meest veilige zijn. Na blootstelling aan de stresstest (die volgens Société Générale “de realiteit niet reflecteert”—m.a.w. veel te mild is), blijft de Banca March met een *Tier 1 capital ratio* van 23% zitten. Nu is 23% weliswaar veel méér dan 6,5% (Deutsche Bank), 6,7% (Unicredit), 7,9% (BNP Paribas), of 8,2% (Credit Agricole), maar wat betekent het in termen van veiligheid?

De *Tier 1 capital ratio* (T1CR) is een verflauwde herdefiniëring van de klassieke ‘reserveverhouding’, die aangaf hoeveel procent van het in bewaring gegeven goud een bank daadwerkelijk in haar kluis had liggen. Enkel bij 100% was een bank feitelijk solvabel. De T1CR is de verhouding tussen het eigen vermogen van een bank en het totaal van haar risico-gewogen activa. Een voorbeeld: Stel, Bank X heeft € 2 miljoen aan eigen vermogen (=wat zou overblijven na een faillissement, als alles verkocht werd). Ze ontvangt vervolgens van haar klanten spaarcenten ter waarde van €10 miljoen, en besluit om deze deposito’s allemaal uit te lenen aan derden. Het papier (obligaties) dat Bank X daarvoor in ruil krijgt, wordt vervolgens op risico gewogen. We gaan hier even uit van een risico-weging van 90%, waarmee de op-risico-gewogen activa van de bank uitkomen op €9 miljoen (10*90%). De verhouding tussen het eigen vermogen en de risico-gewogen activa van de bank is daarmee (€ 2miljoen / € 9miljoen) = 22%. Loopt een bank met zo’n hoge T1CR nog steeds een risico om failliet te gaan? Jazeker. Immers, van zodra bij Bank X 20% (2 milj.) van het totaal gedeponeerd spaargeld (10 milj.) wordt teruggetrokken, valt ze al omver. Is een bank als **Banca March** daarmee veilig? Nee. Veiliger dan andere banken? In ieder geval veiliger dan banken met een T1CR van 6,5%. Hoe dan ook is het in onzekere tijden zoals deze volgens mij cruciaal om je risico te spreiden: meerdere landen (ook buiten de EU!), meerdere valuta, meerdere grondstoffen, meerdere banken.

Valuta

Highlight van de maand is de *Som*, nationale munt van Kirgizië. Deze belegging doet het uitstekend, de koers tegenover **euro** steeg met 7,6% sinds 1 mei... Alle gekheid op een stokje, ik prijs hier dit obscure papiergeld niet aan als belegging, maar wil gewoon even aantonen hoe beroerd de euro er

“Europa begint uit elkaar te vallen. ... Er zit een bankencrisis van gigantische proporties aan te komen”.

Analist John Mauldin, 21 juli 2011

Tier 1 capital to assets ratio



Gemiddelde Tier 1 capital ratio van de ‘1000 beste banken’ van The Banker Magazine.

“In 1930 gingen 1350 Amerikaanse banken failliet, in 1931 waren het er 2293, en in 1932 verklaarden nog eens 1453 banken het faillissement.” [In de jaren 1920 moesten banken voldoen aan een minimum reserve-verhouding van tussen 3 en 13%.]

Murray Rothbard in zijn boek ‘America’s Great Depression’

“Er is geen monetaire crisis omdat de euro stabiel is en haar waarde extreem goed behoudt.”

ECB-voorzitter Jean-Claude Trichet, 22 juli 2011

² Zie <http://stress-test.eba.europa.eu>. De resultaten werden kritisch besproken in het SocGen Special Report ‘Less Bank Stress, Sovereign Progress?’, gepubliceerd op 18 juli: <http://tinyurl.com/3tp8srd> (pdf)

³ Een euro-rekening openen bij Banca March kan hier: <http://tinyurl.com/3kmcx2a>

wel niet aan toe is. Niet te verwonderen, met al het nieuwe geld dat overal tegenaan gegoooid wordt. De druk op de unie en de Europese eenheidsmunt neemt steeds meer toe: een recente poll van Bild am Sonntag schatte dat 60% van de Duitse bevolking 'weinig tot heel weinig' vertrouwen in de euro heeft, al 11% meer dan in de maand mei.

Over naar de **Amerikaanse dollar**, tot nader order de reservemunt van de wereld. Ik was daarnet even de euro aan het bekijken in verschillende valuta, en het viel me op dat de meeste Latijns-Amerikaanse en Afrikaanse landen valuta hebben die één op één



\$14 biljoen officiële Amerikaanse staatsschuld in briefjes van 100 dollar.

gekoppeld zijn aan de dollar. Dat betekent dat als de dollar valt, de schokgolven ook in fiat-papiergeldland enorm zullen zijn. Een aantal landen zien de bui echter hangen en werken aan een plan om dollar-onafhankelijk te worden. Toen ik deze zomer in **Ecuador** was, hoorde ik van verschillende mensen dat er een plan op tafel ligt om met een paar andere landen samen de sucre opnieuw in te voeren, en de dollar te laten vallen. Ondertussen werkt ook **Iran** aan een overeenkomst met **China**, haar grootste koper van olie, om via een olie-ruilhandelsysteem de Amerikaanse dollar te mijden. En het voorbije jaar verkocht **Rusland** een derde van haar Amerikaanse staatsobligaties, zo'n \$53 miljard. Niet toevallig, want recentelijk stelde het Russische persbureau RIAN dat de Russische overheid graag de dollar vervangen zou zien door een mandje van munten waarin ook de roebel zit.

In Zwitserland kondigde de Centrale Bank er net aan de geldsluizen te zullen open zetten om de Zwitserse Frank te verzwakken en zo de export van het land terug aan te zwengelen. Het is dan ook te verwachten dat goud ook de Swissie zal verslaan in één an de weken die volgen. De internationale geldoorlog woedt verder...

Olie & olie-aandelen

De vraag naar energie is weinig elastisch: mensen hebben het nodig, kost wat het kost, want het is levensnoodzakelijk. Daarom is in tijden van economische crisis de energie-sector een veilige haven voor beleggers.

De 'incontournable' in energieland is nog steeds **ruwe olie**. Voor het opwekken van elektriciteit zijn er alternatieven, maar het zwarte goedje heeft nog steeds het quasi monopolie over de globale transportsector: het gros van de voertuigen in de wereld rijdt uitsluitend op olie. Het laaghangend fruit is echter reeds geplukt, en het wordt nu steeds duurder om olie te winnen. *Peak production* is nabij, als het niet al voorbij is—dat wil zeggen: de wereld zal wellicht nooit meer zoveel olie kunnen produceren als vandaag. We naderen dus langzaam het einde van het petroleum-tijdperk, en de komende jaren zal moeten overgegaan worden naar een nieuwe energiemix. Om in te schatten wat dat betekent voor de oliepijzen is het interessant om eens te kijken naar wat er gebeurde met een belangrijke energiebron vóór de komst van aardolie, de **walvisolie**⁴. Toen rond 1850 de productie piekte, schoten de walvisoliepijzen in een paar jaar met 80% omhoog.

⁴ Kaarsen van walvisolie (*walschot*) rookten vrijwel niet en gaven een helder licht. De geschiedenis van de walvisolie staat prachtig beschreven in Peter Tertzakians boek 'A Thousans Barrels a Second'. Volgens een andere bron, op basis van W. Sheldon Tower, 'A History of American Whale Fishery', piekte de prijs in 1860, en viel die toen tegen 1870 met 40% terug.

"De ECB moet ongelimiteerde liquiditeiten verschaffen aan landen die worden aangevallen door de markten. Daar horen nu ook Italië en Spanje bij, ja."

Prof. Paul De Grauwe, 18 juli 2011

"We didn't default! I haven't been this excited about averting a voluntary disaster since the time I didn't stick my hand in a paper shredder."

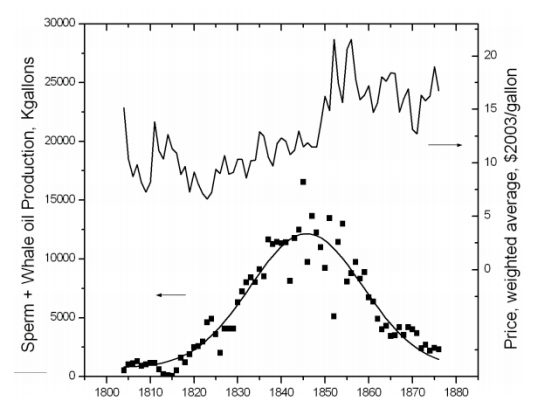
Amerikaanse komiek Stephen Colbert op Twitter, 3 augustus 2011

"Gelukkig, of helaas, dat wij geen reservemunt uitgeven, maar wat doen [de Amerikanen]? Ze gedragen zich als hooligans, door hun drukpersen aan te zetten en hun geld uit te strooien over de hele wereld..."

Vladimir Poetin, 11 juli 2011

"Als het herstel stagneert en inflatie laag blijft of als er deflatoire druk komt, dan moeten we mogelijks ons zeer stimulerend beleid een tijd in stand houden, of de stimulus zelfs doen toenemen."

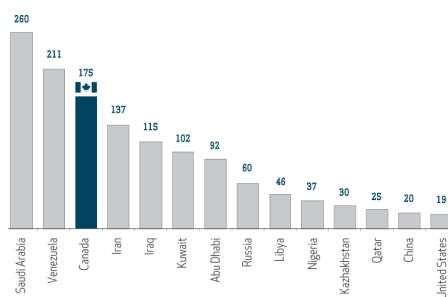
John Williams, tweede man van de Fed na Ben Bernanke, 29 juli 2011



Productie en prijs van walvisolie. Merk op dat dit reële, volstrekt inflatie-vrije prijzen zijn, omdat het geld toen zo goed als goud was. Bron: Ugo Bardi, oilcrisis.com

Vanaf 1860 begon de opkomst van de veel goedkopere kerosine, en in die periode zien we de prijzen met zo'n 30% terugvallen. In 1875 kreeg kerosine definitief de bovenhand over de walvisolie, wat het einde betekende van de 100-jarige internationale walvisolie-industrie. Wat ik uit deze analogie opmaak is dat zelfs bij dalende wereldproductie, en zelfs als er langzaam een volwaardige opvolger van aardolie opstaat (wat niet evident zal zijn), de reële olieprijs nog zeker een tiental jaar blijvend hoog zullen blijven. De Arabieren weten ook dat het goedje ooit op raakt, en zullen hun laatste vaten niet tegen soldenprijzen verkopen. De tendens naar een sterkere politieke greep op (en strijd om) olie zal nog versterken, en dat zal de beschikbaarheid lager maken, en de productie moeilijker. Bovendien, als we nog even teruggaan naar de analogie van daarnet, tegenover walvisolie stond ten tijde van haar peak productie een spotgoedkope vervanger klaar, iets wat ruwe olie voorlopig helemaal niet heeft. Om al deze redenen biedt aardolie mijn inziens, samen met goud en andere grondstoffen, ook een goede bescherming tegen een probleem dat niet bestond in de late 19^e eeuw: inflatie.

Een streek waar nog uitzonderlijk veel petroleum-groei te vinden is, is **Canada**, waar uitgestrekte **teerzanden** te vinden zijn. De productie is er behoorlijk duur, zo'n \$30 tot \$50 per vat, maar anderzijds zitten er wel 170 miljard vaten in de grond, bijna 50% méér dan waarover oliegi-gant Irak beschikt. Canada is een politiek erg stabiele regio, en bovendien zijn er weinig geografische risico's verbonden aan de productie van ruwe olie uit teerzand (anders dan bijvoorbeeld off-shore projecten). Hieronder bespreek ik een bedrijf dat actief is in de 'oil sands' van Canada: *Cenovus Energy*.



Oliereserves per land.

Bron: Oil & Gas Journal, dec 2010

Cenovus Energy

(TSE:CVE / NYSE:CVE ISIN: CA15135U1093)



Beschrijving

Cenovus is een olieproducent voornamelijk actief in Alberta, Canada. Het bedrijf bezit de exploitatierechten op 566 000 hectare bitumen-gronden, en heeft daarbij nog olie- en aardgasrechten op 2,4 miljoen hectare. Het bedrijf beschikt over proven & probable reserves van 2,4 miljard BOE (Barrels of Oil Equivalent). Maar er is meer. Op 16 juni deed McDaniel & Associates een onderzoek naar de aanwezige teerzanden op het terrein van Cenovus, en kwam uit op een ruim totaal van 137 miljard vaten bitumen, wat na verwerking zo'n 13 miljard vaten olie kan opleveren.⁵ Cenovus bezit ook 50% eigendom van twee raffinaderijen waarin de teerzanden verwerkte worden (de andere helft is van Conoco Philips). Productie in 2011 is tot nog toe 132 miljoen vaten per dag olie en NGL, en 650 miljoen kubieke voet aardgas per dag. De huidige raffinagecapaciteit van het bedrijf is 226 miljoen vaten per dag. De verwerking van de bitumen gebeurt bijzonder kost-effectief: met de stoom afkomstig van 2,5 (gerecycleerde) vaten water kan een vat olie worden geproduceerd—één van de laagste steam-to-oil ratio's

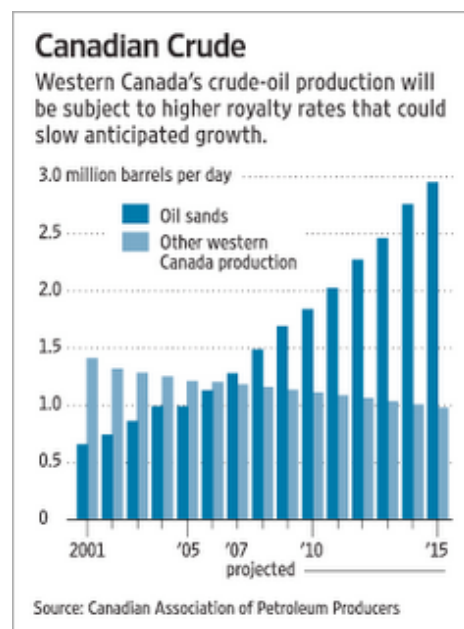
⁵ Bitumen is een viskeuze vloeistof waaruit olie kan gedestilleerd worden. Een ton van het goedje heeft een volume van ongeveer een kubieke meter (hier passen 6,29 vaten in), en na verwerking levert dat zes tienden van een vat ruwe olie op.

“Mijn vader reed op een kameel. Ik rijd in een Cadillac. Mijn zoon heeft een jet. Mijn kleinzoon zal een supersonisch vliegtuig hebben. Mijn achterkleinzoon? Die zal op een kameel rijden.”

Populaire voorspelling onder rijke Arabieren tijdens de oliecrisis

“Wij voorspellen dat de teerzanden in Canada de grootste niet-OPEC bron van groei op middellange termijn in het aanbod aan olie op de wereldmarkt zullen worden.”

IEA Oil Market Report, 13 juli 2011

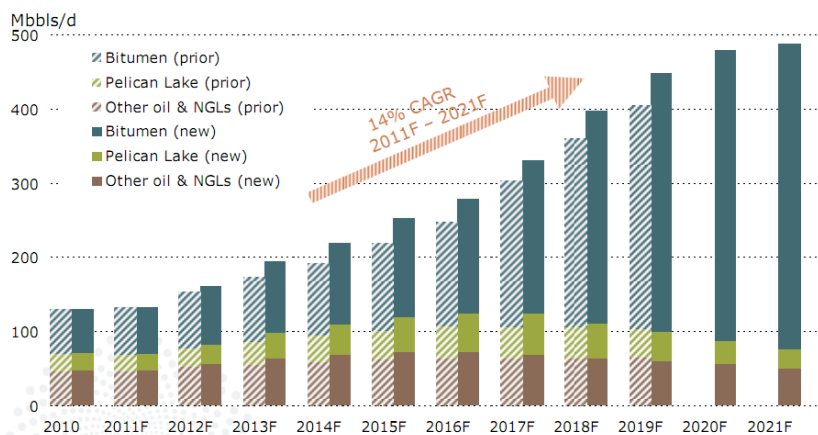


“Eens Saudi Arabië's overcapaciteit onder de 2 miljoen vaten per dag valt, wat voor volgend jaar verwacht wordt, dan zullen we van tijd tot tijd aanzienlijke stijgingen in de olieprijs zien. ... Ik verwacht prijsspieken tot \$147 per vat.”

Fondsmanager Peter Csoregh, 13 juli 2011

van de oil sands sector. Op 6 juni kondigde Cenovus een versnelling in haar productieplan aan: het nieuwe businessplan mikt op een totale olieproductie van 500 000 vaten olie per dag tegen 2021—dat is een productiegroei van 14% per jaar. Met een dergelijke groei zou Cenovus alleen één vierde van de totale verwachte Canadese groei in oil sands opleveren. Dit alles maakt Cenovus een uitstekende vertegenwoordiger van onconventionele olieproductie op een grondgebied met lage geografische en politieke risico's. Het aandeel betaalt momenteel een jaarlijks dividend van 2,4% uit, na 2011 is een verhoging hiervan gepland.

Manufacturing oil production growth



Verwachte productiegroei van Cenovus Energy voor de komende tien jaar.

Recente ontwikkelingen

Op 26 juni maakte CEO Brian Ferguson publiek dat er tegen eind 2011 een nieuwe joint venture zal worden aangekondigd. Het zou een opportuniteit "van wereldklasse" betreffen in termen van schaal, een project in Alberta dat buiten de projecten in het tienjarenplan valt. Diezelfde dag werd bekend dat Cenovus in het tweede kwartaal haar winsten meer dan verdriedubbeld heeft, door de gunstige olieprijs en hogere raffinagemarges. Tegen eind 2011 wordt een productie van 150 000 vaten olie per dag verwacht. Cenovus blijft onderdeel van de aandelenselectie. Tegen de huidige olieprijs houdt ik een koersdoel aan van 46 CAD.

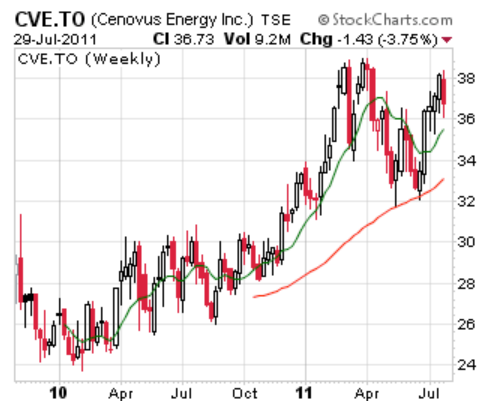
Hieronder bespreek ik nog twee andere deelnemers in Canadese groei:

Devon Energy

(NYSE:DVN / FRA:DY6 ISIN: US25179M1036)



Devon Energy is een internationaal olie- en gasbedrijf dat voornamelijk in de V.S. actief is, maar ook projecten heeft in Canada, China, Azerbeidzjan en West-Afrika. Het bedrijf heeft lage schulden, en produceert zowel aardgas (54%) als olie (46%). De grote portefeuille teerzanden is wat Devon in het bijzonder interessant maakt, omdat de ruim aanwezige ervaring met de 'Steam Assisted Gravity Drainage' in het bedrijf voor grote productiegroei in de toekomst zal kunnen zorgen. Voor de omzetting van teerzand naar ruwe olie heeft Devon een kost-effectiviteit die gewaagd is aan die van Cenovus Energy. Tussen 2011 en 2020 is voor de oil sands van Devon een jaarlijkse productiegroei van 17% gepland, om zo de productie van 25 000 vaten naar 150-175 000 vaten per dag op te trekken. De hefboom op de aardgasprijs alsook het in het aandeel weinig gewaardeerde teerzand-groeiopotentieel,



Prijsevolutie van het aandeel. Cenovus mag liefst worden (bij)gekocht op het 50-daags gemiddelde van 33 CAD.



Low risk aankoopkoers van DVN is het 200-daags gemiddelde van \$75. Aan de huidige olie- en gasprijzen is het koersdoel \$110.

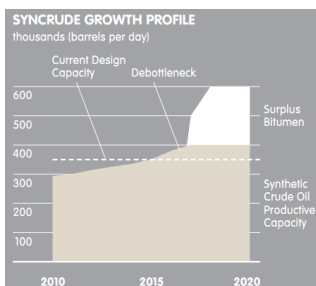
maken Devon een mooie aanvulling voor iedere energie-portefeuille.

Canadian Oil Sands

(PINK:COSWF / TSE:COS ISIN:CA13643E1051)



Canadian Oil Sands (COS) is het bedrijf met het grootste aandeel (36,74%) in het gigantische Syncrude project. Dit is meteen ook de exclusieve activiteit van COS. Syncrude limited op haar beurt exploiteert de grootste oliereserves in Canada, de Athabasca Oil Sands, dat proven & probable sweet synthetic crude oil reserves van 4,8 miljard vaten heeft, en daarbij nog eens 5,5 miljard contingent resources. In 2010 werden bij Syncrude 293 000 vaten ruwe olie per dag geproduceerd, een niveau dat nog 44 jaar zou kunnen volgehouden worden. Tegen 2020 moet de productie gestegen zijn tot 400 000 vaten per dag. Productiekost van een vat ruwe olie was vorig jaar 36,76 CAD.



Over 6 jaar wordt gestart met de surplusproductie van bitumen, dat zo op de markt zal verkocht worden. Die productie zal opgevoerd worden tot 150 000 vaten bitumen per dag. Volgend jaar wordt bij Syncrude een productiestijging van 17% gepland.

Revolutie in Energie

In oktober wordt mogelijks een radicaal nieuwe energiebron op de markt gebracht, die een revolutie zou kunnen teweegbrengen waar zelfs die van kernenergie bleek tegen zal afsteken.

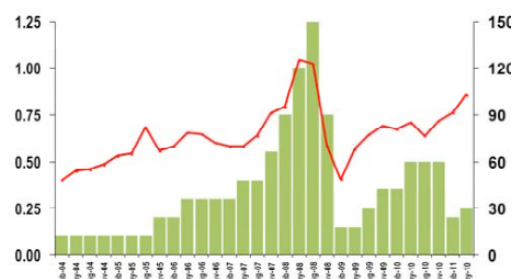
De wereld zit op de wip tussen het oude paradigma van de 'homo petroleum' en... iets nieuws. De meeste analisten en wetenschappers gaan ervan uit het nieuwe paradigma in feite oude wijn in nieuwe zakken zal zijn: een moeizaam balanceerkunstje tussen reeds bestaande fossiele brandstoffen, de uitbouw van de controversiële kernenergie, en meer efficiënte hernieuwbare energiebronnen zoals windmolens en zonnepanelen. Sedert een goed jaar ben ik echter een project op het spoor dat een radicaal nieuwe weg inslaat: de 'energy catalyzer' of kortweg 'e-cat' van de Italiaanse uitvinder Andrea Rossi en emeritus professor Sergio Focardi. Het gaat om een reactor ter grootte van een vuist in een behuizing ter grootte van een salontafel. Als men er aan de ene kant nikkel, waterstof en een beetje warmte in stopt, komt er aan de andere kant waterdamp, koper, en veel méér warmte uit. Als de beweringen van Rossi en Focardi kloppen, dan is de 30 jaar oude droom van de fysica, de **koude fusie**, nu daadwerkelijk tot leven gekomen. De e-cat zou in staat zijn om een input van 400 watt om te zetten in 15 000 watt output, en de kostprijs zou 4 à 5000 euro gaan bedragen. In ruil daarvoor krijgt men volgens Rossi een apparaat dat elektriciteit produceert tegen 1 dollarcent



Rossi demonstreert zijn uitvinding aan de Swedish Sceptics Society.



Canadian Oil Sands uitgedrukt in WTIC-olie. Gezien dat COS een 100% WTIC-olieproducent is en nog minstens 44 jaar tegen huidige niveaus kan produceren, kan de huidige koers even goedkoop als in 2005 genoemd worden.



In het groen de USD-dividenden per aandeel die COS uitbetaalt. Onlangs werd het nog verhoogd van \$0,80 naar \$1,20.

“Verschillende mensen denken dat dit alles bedrog is, maar dat is niet zo waarschijnlijk omdat [Rossi] mensen toelaat om het te onderzoeken, ze kunnen beslissen wat ze willen meten en hoe.”

*Dr. Brian Josephson,
nobelprijswinnaar fysica, 1 juli 2011*

“Als dit echt is, kan het op zichzelf een totale verandering teweegbrengen in de wereldeconomie, de geopolitiek, en de problemen met klimaat en energie oplossen.”

NASA's Dennis M Bushnell, 2011

“De vooruitgang van mijn werk, dat zich nu focust op de productie van de centrale van 1 megawatt, is heel goed en we zijn perfect op schema om alles af te leveren in oktober.”

*E-Cat uitvinder Andrea Rossi,
in een email op 29 juli 2011*

per uur. Dat is 5 keer goedkoper dan de meest populaire bron van elektriciteit, steenkool, 4 keer goedkoper dan aardgas, en 11 keer goedkoper dan elektriciteit vanwege klassieke kernenergie.⁶ Een gezin dat gebruik maakt van het apparaat om een huis van 200 m² te verwarmen zou jaarlijks €1400 kunnen verdienen door de extra energie terug te verkopen aan de electriciteitsmaatschappij. En dat met een apparaat dat geen enkele vervuilende of radioactieve stoffen produceert. Naar verluid heeft **Defkalion**, een Grieks (!) bedrijf, naar verluid 200 miljoen euro geïnvesteerd in de technologie, en wordt tegen eind oktober een demonstratie van de commerciële 1mw energiecentrales gepland. Aangezien voor buitengewone beweringen buitengewone bewijzen nodig zijn, blijf ik vooralsnog skeptisch over de e-cat. Toch zal ik het van nabij opvolgen, en als blijkt dat Defkalion of **Ampenergo** (het bedrijf dat de Amerikaanse distributie voor zich zal nemen) publiek gaan, zal ik zeker grondig onderzoeken of het een investering waard is. Het spreekt voor zich dat als Rossi's uitvinding 'the real deal' is, dit voor iedere langetermijn-beleggingsstrategie grote implicaties zal hebben.⁷

De komst van koude fusie is dus nog helemaal niet zeker, maar ondertussen staat de wereld niet stil. Bijna iedere maand worden nieuwe manieren bedacht om de energie van de zon de wind en het water effectiever om te zetten in bruikbare elektriciteit, verwarming en mobiliteit. Daarbij wordt intensief gebruik gemaakt van de zogenaamde **rare earth elements** (REEs). Daarbinnen zijn vooral de zwaardere van deze elementen laag in aanbod. Wie als belegger interesse heeft in deze nieuwe ontwikkelingen, moet m.i. zeker eens een kijkje nemen naar **Ucore Rare Metals** (CVE:UCU, ISIN: CA90348V1031). Dit Amerikaanse mijnbedrijf is rijk aan de heavy REEs, bijvoorbeeld aan dysprosium, dat gebruikt wordt bij de productie van krachtige magneten die in windturbines en elektrische wagens functioneren. Ucore beschikt bovendien over goede infrastructuur. Ik overweeg om een kleine speculatieve positie te nemen in dit aandeel, maar ben me goed bewust van het zeer hoge risico dat gepaard gaat met exploratie-juniors.

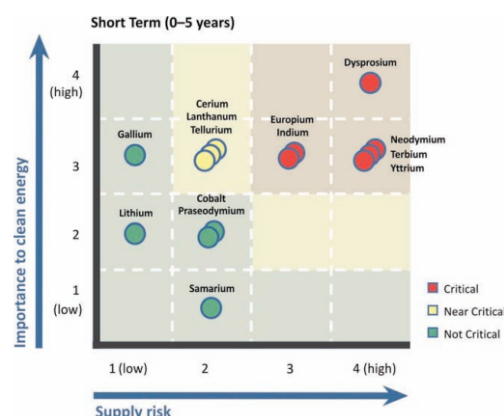
Vastgoed

Het huishoudbudgetonderzoek van statbel⁸ laat zien dat de druk van **woonkosten** zwaarder beginnen te wegen op het **Vlaamse** huishoudbudget. In 2008 gaf een gemiddeld gezin bijna precies evenveel uit aan wonen als het jaar ervoor, zo'n 8000 euro. Dat veranderde in 2009 naar 9200 euro. De hap die de woonkosten hiermee uit het gezinsbudget nemen, is daarmee 9,5% groter geworden. Mijn interpretatie van deze cijfers is dat het voor de modale Vlaming steeds moeilijker wordt om zijn hypotheek af te betalen. Naarmate meer mensen hun werk verliezen, zullen meer woningen op de markt komen, waardoor de reële huizenprijzen verder zullen dalen. Het aandeel dat ik vorige maand als short-suggestie meegaf, **Befimmo** (EBR:BEFB) is ondertussen door de weerstand van €60 gezakt na berichten over lagere huurinkomsten. Ik wacht nog op besparingsmaatregelen vanwege de overheid, maar neem binnenkort toch al een eerste kleine shortpositie in.

In **Nederland** was de vastgoedgeepbel van groter formaat, dus moet er nu

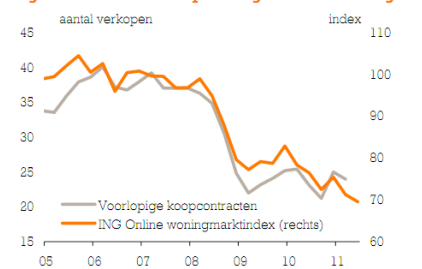
“Ik ben ervan overtuigd dat het hele verhaal één grote leugen is, en dat het bedrag in minder dan een jaar aan het licht zal komen.”

Peter Ekström, 15 april 2011



Inschatting van het strategische belang van de REEs, uit het document 'Critical Materials Strategy' dat de US Department of Energy eind vorig jaar publiceerde. Meest kritiek zijn heavy REEs zoals Dysprosium, Yttrium, Europium, en Terbium.

Figuur 5 Interesse koopwoning zakt verder weg



Bron: NVM, Google, ING. * Gewogen gemiddelde index o.b.v. zoekopdrachten: 'huis kopen', 'nieuwbouw', 'makelaar' en 'hypotheek'.

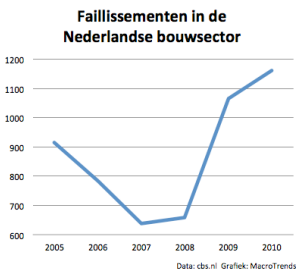
De dalende interesse voor nieuwe koopwoningen in Nederland, uit een recent onderzoek van de ING-bank.

⁶ Voor een overzicht van de kostprijzen per energiebron, zie: <http://tinyurl.com/3y4ry6k>

⁷ Ondertussen is een populaire reportage gemaakt (<http://tinyurl.com/3rq786o>), alsook een meer technische documentaire (<http://tinyurl.com/3fsdq4c>)

⁸ Het rapport is hier te downloaden: <http://tinyurl.com/4yabfp3> (.xls)

ook meer lucht uit ontsnappen. De totale waarde van de Nederlandse woningen wordt vandaag geschat op €1400 miljard, en daarop loopt nog steeds een hypotheekschuld van 1000 miljard euro (gemiddeld 135 000 euro per gezin). Dat wil zeggen dat de Nederlandse woningen nog maar voor



30%⁹.

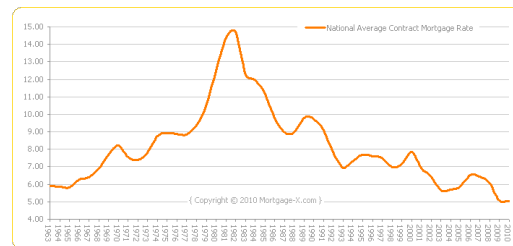
Goud en zilver

Goud en zilver zitten in wat men noemt een 'seculaire stierenmarkt'. Dit soort markten bestaan uit drie fasen: de *heimelijke fase*, de *institutionele fase*, en de *manische fase*. In de eerste fase heerst er veel ongelooft, en zien maar enkelen het langetermijnpotentieel. Dat hebben we gehad. De tweede fase is waar institutionele managers serieuze investeringen beginnen te maken. Zover zijn we ook al tijdje. In april dit jaar bijvoorbeeld, besloot het fonds van de Universiteit van Texas om fysiek goud ter waarde van 1 miljard dollar te kopen. De derde fase is de fase waarin het grote publiek zich volledig in de strijd gooit. Tijdens de manische fase bestaat de brandstof voor de parabolische prijsstijgingen uit twee emoties: hebzucht, maar vooral ook *angst*. Het grote publiek heeft zich voor het moment nog helemaal niet vol in de goud- en zilvermarkt gegooit, maar met de escalerende wereldwijde bank- en papiergeldcrisis begint de angstkoorts wel stilaan toe te nemen. Het probleem zit niet alleen in Europa en de V.S. In **China** bijvoorbeeld tiert inflatie welig, voedselprijzen stegen er in juni met 14% t.o.v. vorig jaar. Het land kampt bovendien ook met een

vastgoedzeepbel van epische proporties. Niet te verwonderen dus, dat de vraag naar goud in China van 570 ton in 2010 dit jaar waarschijnlijk tot 700 ton zal stijgen. Niet te verwonderen dat de centrale bank van **Zuid-Korea** zojuist 25 ton goud kocht, gevolgd door een aankoop van 17 ton door de centrale bank van **Thailand**. Stilaan naderen we fase drie, de manische fase, waarbij de prijs van edelmetalen in minder dan een jaar zal verdubbelen en erna nog meer zal stijgen. Dat betekent ook dat goud en zilver veel volatieler zullen worden. Het is goed te onthouden dat de goud- en zilverprijs vandaag de dag nog steeds grotendeels bepaald wordt door grote financiële instituten als JP Morgan die grote winsten maken door datgene wat ze vooraan aan het loket verkopen achteraan terug op te kopen, en vice versa. Het komt er op aan om je enerzijds niet uit de markt te laten schudden bij kleine en grote correcties maar er integendeel van te profiteren als de prijzen zwak zijn. Ik



Goud in Amerikaanse dollar.



De hypotheekrentevoet is overal in het Westen historisch laag, en kan alleen maar stijgen. Hierboven de 50-jarige grafiek van de V.S.

"Beleggers in IJsland en Ierland die hun cash in goud hebben omgezet vòòr de banktoelopen begonnen, hebben het extreem goed gedaan. Wij geloven dat goud en zilver het ultieme alternatief zijn voor een spaarrekening in een kwetsbaar banksysteem, en als de ECB nu meer euro's gaat printen of uiteindelijk het failliet verklaart maakt niet zoveel uit, want beide scenario's zullen een solide vraag naar edelmetalen als een beter soort geld onderteunen."

Eric Sprott & David Baker, 2 augustus 2011



De goudmijnen sinds 1940. Ze botsen steeds dichtert tegen het 27-jarige weerstandsniveau aan, en ik verwacht spectaculaire returns eens ze definitief doorbreken. Goudmijnen zijn de buy of a lifetime! (nà fysiek goud en zilver). HT afbeelding: Nico Pantelis

⁹ Download de Ernst & Young presentatie 'woningmarkt in crisis' op <http://tinyurl.com/3hffckj> (pdf)

weet al wat ik ga doen als de mijnen of de prijs van goud en zilver naar beneden worden gehaald tot min 15, min 25, of min 50%; dan haal ik de **Australische dollars** uit mijn Trading Position boven, en schuif ik aan tafel met de grootbanken om er goud- en goudmijnen tegen een prijke aan te schaffen.

Silvermex Resources

(TSE:SLE of FRA:GSBN ISIN: CA8284261069)



Silvermex is een junior zilvermijn die actief is in Mexico. Het bedrijf legt zich erop toe om verder te bouwen op de rijke zilvertraditie van het land, door projecten te onderzoeken die al een bestaande infrastructuur hebben, en waarvan het erts van hoge kwaliteit is en dicht tegen de oppervlakte ligt. Silvermex heeft momenteel de rechten op zo'n 36 miljoen ounce zilver onder de grond. Het vlaggeschip en huidige prioriteit van het bedrijf is de San Marcial groeve in de Rosario concessie. Deze eigendom bevat 22 miljoen ounce zilver, waarvan zich 12 miljoen ounces in de bovenste 60 meter bevinden. Dat maakt het mogelijk om een open pit groeve te bouwen en het zilver boven te halen voor minder dan 7 dollar per ounce. De vorige eigenaar, Grupo Mexico, haalde er gemiddelden van 190 gram zilver per ton. De voorganger staakte de activiteiten toen de edelmetaalprijzen op hun laagst stonden, in 2001—Silvermex was zo slim om ook heel wat ervaren personeel van Grupo Mexico aan boord te halen. Op termijn is in Rosario een productie van 2,3 miljoen ounce haalbaar. 10% van de aandelen zijn in het bezit van het management, en nog eens 10% in handen van Silver Standard. Met haar zeer grote en toegankelijke reserves die tegen lage kost kunnen geëxploiteerd worden, en met haar lage waardering is Silvermex een beloftevolle aanvulling voor de aandelenselectie.

Een andere zilver junior-tip is **Monster Mining** (CVE:MAN), die de rechten op 6000 hectare in de achtertuin van Alexco Resource Corp bezit.

What's next voor onze aandelen?

De **Europese beurzen** kregen de laatste dagen fikse klappen. Maar ook wereldwijd is het vet van de soep. Zelfs de beurzen in **Zwitserland** en **Shanghai** vertonen lelijke neerwaartse uithalen. Moet de belegger met de MacroTrends aandelenselectie in portefeuille zich daar iets van aantrekken? Zoals ik hierboven op pagina 2 beschreef, is onze economie zich nu aan het heraanpassen: veel bedrijven moeten helaas failliet, want ze zijn gebouwd op een *illusie* van welvaart. Als gevolg daarvan dalen de beurzen. Omdat hun producten flexibel kunnen worden ingezet, hebben grondstofbedrijven minder last van dit proces. Toch kunnen hun aandelenkoersen sterk dalen als algemene paniek heerst. Het zou kunnen dat bij een volgende paniekgolf de **olie-aandelen** een opdoffer krijgen. **Goudmijnaandelen** zouden wel eens kunnen verrassen door sterk te blijven terwijl de andere aandelen op hun grondvesten daveren. Het lijkt me toch aangewezen om nog redelijk wat **cash**, minimum 25%, bij de hand te houden (AUD, CAD, CHF), minstens tot we september/oktober voorbij zijn. In augustus komen er mogelijk solden voor goud, zilver en de mijnen. In september is het dan 'orkaanseizoen', dat is de maand waarin er historisch gezien het vaakst beurscrashes zijn geweest. Ten laatste na oktober komt normaalgezien een nieuw stimuluspakket ter voorbereiding van de Amerikaanse verkiezingen. Ondertussen zal de slow motion treincrash van het **papiergeld** en van de **obligaties** blijven verder duren. De tijd om te onderzoeken waaruit dat pensioenfondsen of die levensverzekering is opgebouwd, is nu. Ik blijf er ver van af: de meesten zitten tjokvol gevaarlijke obligaties en derivaten.

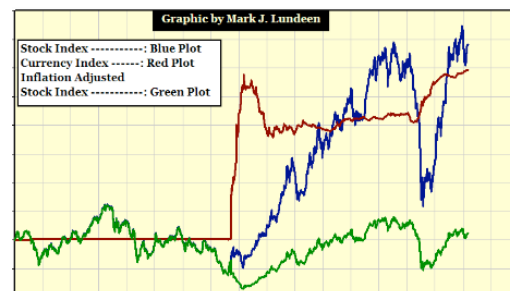
"Ik neem het zekere voor het onzekere. Ik verkoop mijn goudtracker nú! Nu er nog veel vraag is. ... Mogelijk ben ik weer geïnteresseerd als de goudprijs terugvalt tot ongeveer 900 dollar per ounce."

Paul D'Hoore, 19 januari 2010

Project	Reserves zilver	Reserves goud
Rosario	22,3 miljoen oz. (Ind. & Inf.)	-
Peñasco Quemado	9,6 miljoen oz. (Ind. & Inf.)	-
La Frazada	4,7 miljoen oz. (Meas. & Ind.)	3,19 miljoen oz. (Meas. & Ind.)
Lobos	Terrein voor exploratie: 2830 hectare	
La Guitarra	Bestaande zilvermijn op een terrein van 397 km². Historisch gemiddelde 266 g/t, en zeer veel exploratiepotentieel.	



De volatiliteit op de Nasdaq is stijgende.



Aandelenmarkt van Argentinië, 1990-2010. Tijdens (hyper)inflatie stijgen de beurzen nominaal, maar voor inflatie gecorrigeerd dalen ze feitelijk.

Beleggingsrooster

Instap	Naam	Beurs *	Symbol	Prijs bij instap	Low risk koers	Klasse	Koers op 02/08/11	€ % Winst (verlies)	Advies
Aandelenselectie									
30/06/11	Franco-Nevada	TSE	FNV.TO	36	32	Wereld	40,24	+11,78%	Kopen
30/06/11	Royal Gold	NASDAQ	RGLD	58,57	48	Wereld	67,71	+15,61%	Kopen
30/06/11	Sandstorm Gold	TSXV	SSL.V	1.19	-	Beloftes	1.42	+19,33%	Kopen
30/06/11	Golden Pred. Corp.	TSXV	GPD.TO	0.96	-	Beloftes	1.40	+45,83%	Kopen
30/06/11	Silver Wheaton	TSE	SLW.TO	31,85	30	Wereld	35,74	+12,21%	Kopen
30/06/11	First Majestic	TSE	FR.TO	17,84	15	Eerste	22,90	+28,36%	Kopen
30/06/11	Argentex Mining	CVE	ATX	0.76	-	Beloftes	1.04	+36,84%	Kopen
02/08/11	Silvermex Res.	TSE	SLE	0.730	-	Beloftes	0.730	+ 0,00	Kopen
30/06/11	Lukoil	PINK	LUKOY	63,70	50	Eerste	65,25	+2,43%	Kopen
30/06/11	Cenovus Energy	TSE	CVE	36,53	33	Eerste	36,17	-0,99%	Kopen
14/07/11	Royal Dutch Shell	NYSE	RDS.A	71.42	60	Wereld	71.51	+0,52%	Kopen
30/06/11	Prophecy Coal	TSXV	PCY.V	0.72	-	Beloftes	0.690	+21,05%	Kopen
25/07/11	PowerShares DB Agriculture	NYSE	DBA	32.81	-	-	32.81	+ 0,00%	Kopen

Gemiddeld: +16,08%

Cash									
30/06/11	Australische dollar	-	AUD	0,7362	-	-	0.7676	+4,26%	Kopen
30/06/11	Fysiek goud	-	XAU**	1046,74	-	-	1168,84	+11,66%	Kopen
30/06/11	Fysiek zilver	-	XAG**	23,23	-	-	28,65	+23,33%	Kopen

Watchlist (aandelen die eventueel later in de aandelenselectie opgenomen zullen worden)						
25/07/11	Golden Queen	TSE	GQM	3,04	-	Beloftes
30/06/11	Energold	CVE	EGD	3,90	-	Beloftes
02/08/11	Monster Mining	CVE	MAN	0,58	-	Beloftes
30/06/11	Petrobras	NYSE	PBR	33,86	-	Eerste
30/06/11	Peyto Exploration & Development	TSE	PEY	21,50	-	Beloftes
30/06/11	Challenger Deep Resources corp.	CVE	CDE	0,48	-	Beloftes
30/06/11	Migao	TSE	MGO.TO	4,44	-	Beloftes
30/06/11	Allana Potash	CVE	AAA	1,53	-	Beloftes

Kleurlegende: goud, zilver, gas, olie, steenkool, landbouw, cashpositie

Wereldklasse: gevestigde waarde met een gediversifieerde portefeuille.

Eerste klasse: meer groeipotentieel maar ook meer risico dan de wereldklasse. Minder geografisch gediversifieerd, ook.

Beloftes: jonge bedrijven met het meeste groeipotentieel en het meeste risico.