

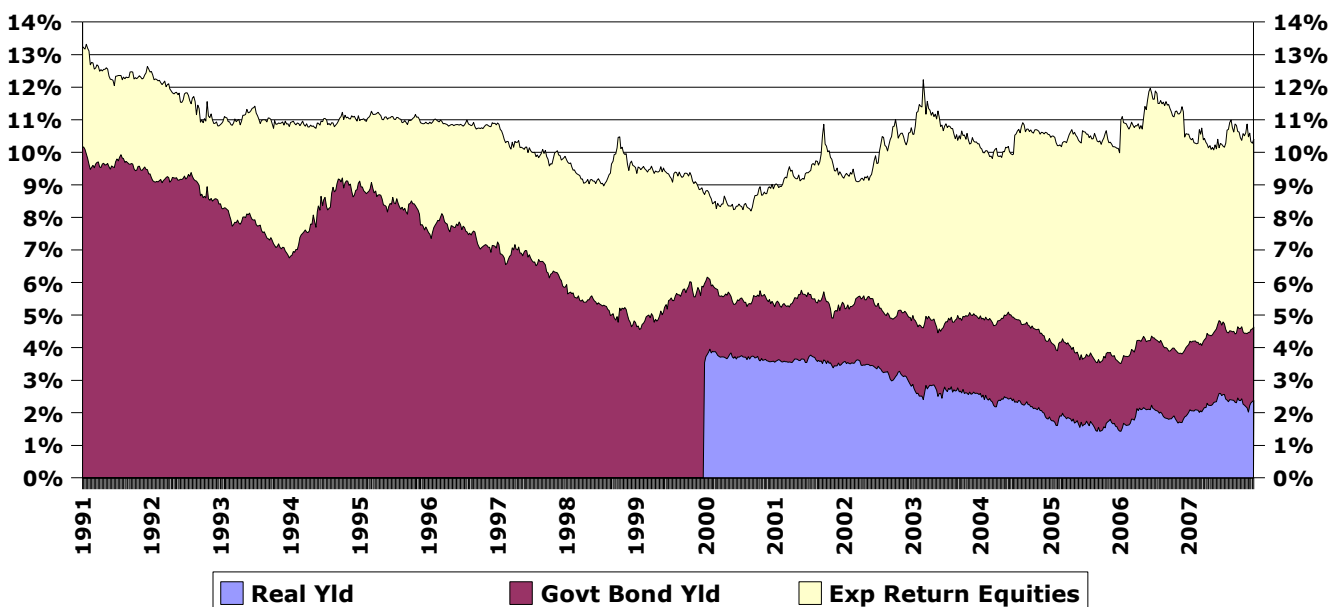
## Globale Vooruitzichten – nr. 45

**Na de turbulente tijden die we sinds midden juli hebben doorgemaakt, is het hoog tijd voor een update van onze Globale Vooruitzichten.**

### Waar ziet CapitalatWork waarde?

1. Onder het motto van "eerst handelen, dan nadenken" hebben we de laatste vier maanden een "vlucht naar kwaliteit", met name staatspapier, meegemaakt. Er is dan ook geen of nauwelijks waarde te bespeuren in deze nominale overheidsobligaties met vaste coupon. We hebben een duidelijke voorkeur voor inflatiegebonden overheidspapier; de erin verdisconteerde inflatie is immers laag.
2. Bedrijfsobligaties bieden opnieuw waarde. Dit geldt zeer zeker voor obligaties van financiële instellingen, maar selectiviteit hier is doorslaggevend.
3. Algemeen gesproken is er heel wat waarde te bespeuren in aandelen. Bedrijven, die het meest blootgesteld zijn aan – en dus het meest profiteren van – de wereldwijde economische groei, bieden volgens ons meer waarde met een lager risico. Ons thema "Globalization at Work" blijft dan ook overeind.
4. De daling van de USD ten overstaan van de Euro ligt grotendeels achter ons.
5. De nieuwe munten over het algemeen en de Aziatische munten in het bijzonder bieden waarde. Hun waardering à la hausse ten overstaan van de USD en de Euro gedurende de komende tien jaar is voor ons het belangrijkste gegeven. Volatiliteit en complexiteit gegarandeerd.

**Expected Return European Equities  
Available Nominal Govt Bond Yld  
Available Inflation-Linked Real Yld**



Hoewel er de voorbije weken nog niet veel goed nieuws te rapen viel aangaande de huizenmarkt in de VS, zijn wij van oordeel dat het algemene plaatje over het algemeen aanzienlijk is verbeterd.

Sinds het uitbreken van de crisis in juli '07, hebben wij ons zorgen gemaakt over mogelijke financiële ongelukken en die ongelukken zijn er ook geweest, maar ze hebben nog niet geleid tot een systeemcrisis. Wij zijn er nu van overtuigd dat die er ook niet zal komen, niettegenstaande het feit dat we wel degelijk te maken hebben met een kredietcrisis is.

Men geraakt alleen uit de crisis als het probleem wordt erkend, wanneer verliezen worden toegegeven, verliezen worden afgeschreven, er herkapitalisatie is wanneer nodig, wanneer de overheid ingrijpt... en de interestvoeten dalen.

De interestvoeten, zowel lange als korte, zijn gedaald en de centrale banken zijn in staat om de korte rente indien nodig nog verder te laten dalen. Mocht de kredietcrisis onverminderd aanhouden, dan zou de inflatievrees mee in haar kielzog worden weggenomen.

De actoren uit de sector van de financiële dienstverlening hebben de voorbije maanden erg hard gewerkt om duidelijkheid te creëren met betrekking tot hun blootstelling aan deze crisis, om hun potentiële verliezen te kwantificeren, om een deel van de verliezen af te schrijven (er volgt wellicht nog meer) en om tot slot na te gaan of hun business model overeind blijft en verdere groei te bewerkstelligen.

Bij een aantal spelers heeft bovenstaand proces al geleid tot de moeilijkste conclusie van al, namelijk dat een herkapitalisatie nodig is. De voorbije weken werden immers een aantal herkapitalisaties doorgevoerd tegen spotprijzen: Countrywide, Citigroup, FreddieMac, Fortis, enz ... Het Britse Northern Rock werkt eraan en anderen zullen wellicht volgen. Interbankentarieven blijven echter verbazingwekkend hoog, maar we denken dat ook dit feest niet kan blijven duren.

De Amerikaanse regering heeft zopas bekendgemaakt hoe ze wil tussenkomen (tijdens een verkiezingsjaar!) zonder daarbij aan de buidel van de belastingbetaler te raken. Het komt neer op een gedwongen erkenning van het probleem. Het bevriezen van de rentevoeten van hypotheekleningen zal de banken dwingen om meer verliezen af te schrijven, verliezen die zij ten gevolge van inbeslagnemingen anders toch zouden lijden.

Zoals hierboven al aangehaald, zullen de centrale banken er met lagere rentevoeten voor zorgen dat de bittere pil makkelijker te slikken is. De Amerikaanse schatkist sponsort een met privé-geld gefinancierd superfonds dat in de hoogst gewaardeerde hypotheekobligaties zal investeren.

Tijdens deze turbulente periode hebben we een aantal op opties gebaseerde veiligheidsmechanismen ingevoerd die de portefeuilles en onze aandelenfondsen nauwelijks iets kosten. Als zou blijken dat die veiligheidsmechanismen te conservatief en niet goed getimed waren, dan zij dat maar zo.

Onze bezorgdheid was terecht en de veiligheidsmechanismen hebben ons en onze cliënten in staat gesteld om de kalmte te bewaren.

Even verder kijken dan de vastgoedmarkt in de VS...

Wij promoten het "Globalization at Work"-thema nu al vier jaar. Dit thema is altijd overeind gebleven en dat blijft het nog steeds. Tel daar de ruime USD-indekking die onze beleggers heeft beschermd tegen de zwakke USD nog bij; en u stelt vast dat onze portefeuilles en fondsen het eind juni zowel in absolute als in relatieve termen uitstekend deden.

Sinds eind juni hebben onze fondsen en portefeuilles een underperformance laten optekenen omdat wij relatief weinig defensieve aandelen aanhielden, zoals telecoms, energieleveranciers, IT-bedrijven, en overwogen waren in economisch gevoelige aandelen. Zo zijn er bijvoorbeeld de zwakker presterende media-aandelen (die gevoelig zijn voor de advertentiemarkt) of de aandelen in de bouw- en materialensector.

Onze obligatiefondsen hebben een onderweging wat overheidsobligaties betreft en een overweging voor bedrijfsobligaties, met inbegrip van de financials.

Er zijn geen redenen tot ongerustheid en paniek, wel integendeel.

We zijn eigenaars van fantastische bedrijven, bedrijven die wereldwijd actief zijn en hieruit inkomsten puren, die enorm veel vrije cashflow genereren en een bijzonder sterke balans kunnen voorleggen, wat maakt dat ze niet of slechts matig afhankelijk zijn van krediet. Bovendien zijn ze nog goedkoop ook!

De waarderingen van het merendeel van deze aandelen leiden tot de volgende boude uitspraak "a wall of worry masks a mountain of opportunity" (achter een muur van zorgen gaat een berg van kansen schuil).

**Wij hebben in het verleden nog turbulente tijden doorstaan en daarom adviseren wij onze klanten kalm te blijven, zich te focussen op de Fundamentals en gebruik maken van de opportuniteiten die zich stellen!**

De vraag is niet óf de waarde van onze portefeuilles terug zal stijgen, maar wanneer!

Ivan Nyssen, 7 december 2007

---

**Disclaimer :** Dit researchdocument werd gecreëerd door CapitalatWork Group ter informatie van/ten behoeve van zijn cliënten. Het mag zonder onze voorafgaande toestemming niet, noch gedeeltelijk, noch in zijn geheel worden gekopieerd of verspreid, voor welke doeleinden ook. Dit onderzoeksrapport is geen aanbod om te verkopen of een vraag om te kopen. Er worden geen verklaringen afgelegd met betrekking tot de correctheid of volledigheid ervan. Alle meningen en ramingen hierin weerspiegelen het oordeel van CapitalatWork Group op de desbetreffende datum en zijn onderhevig aan wijzigingen. Voor meer informatie over de effecten waarnaar hierin wordt verwezen, kunt u terecht bij CapitalatWork Group.